

UNIVERZITET CRNE GORE U PODGORICI
PRAVNI FAKULTET

**NEVAŽNOST BERZANSKIH
UGOVORA O KUPOPRODAJI
HARTIJA OD VRIJEDNOSTI**

DOKTORSKA DISERTACIJA

Mentor:
Prof. dr. Damjan Šečković

Kandidat:
Mr. Aleksandar Kovačević

Podgorica, 2002. godine

70 = 217 5371

342.457(043.2)



Mm IV 655

Инв. бр. 5549

UVOD

Tema koja tretira „Tržište hartija od vrijednosti” ne samo da je aktualna i na mikro i na makro planu, već je i pravi izazov za cjelokupnu pravnu i ekonomsku stručnu i naučnu javnost, ali i šire.

Tržište hartija od vrijednosti je u zemljama razvijene tržišne privrede najznačajniji segment finansijskog tržišta. Zato ove države ulažu veliki napor da obezbijede fer i poštenu trgovinu na tržištu hartija od vrijednosti. Ovaj problem je za njih ne samo od značaja za svako preduzeće i svakog pojedinca u i izvan preduzeća, već i od prvorazredne državne i nacionalne važnosti.

Rad nosi naslov „Nevažnost (nevaljanost) berzanskih ugovora o kupoprodaji hartija od vrijednosti”. Zato treba dati odgovore na niz pitanja. Šta su finansijske berze, kakva je pravna priroda berzanskih ugovora o kupoprodaji hartija od vrijednosti, šta su hartije od vrijednosti, da li berzanski ugovori mogu biti nevažeći i u kojim okolnostima kao i da li se može povećati pravna sigurnost u berzanskoj trgovini i kako što bolje zaštititi vlasništvo i promet hartija od vrijednosti, što je u našem društvu u okviru zakonodavne i privredne reforme već utvrđeno kao jedan od prioritetnih zadataka. Prednje se analizira i istražuje prvenstveno sa aspekta domaćeg prava ali analiziraju se i uporednopravna rješenja, naročito ona koja su izvršila uticaj na našeg zakonodavca.

Nevažnost (nevaljanost) je apstraktan izraz koji obuhvata konkretne vidove nevažnosti, a to su ništavost i rušljivost ili, što je samo drugi izraz za istu stvar: apsolutna ništavost i relativna ništavost. Termin „nevažnost” služi samo za klasifikaciju ugovora koji sadrže takve nedostatke da ne mogu proizvesti pravna dejstva koja su im namijenjena; taj termin nema svoju sopstvenu sadržinu. Zbog toga Zakon o obligacionim odnosima, kada propisuje sankciju ne govori o nevažnosti, nego konkretno o ništavosti i rušljivosti.

Ništavost odnosno rušljivost sačinjavaju građanskopravnu sankciju za pravne poslove sa određenim nedostacima, za one pravne poslove koji nijesu sačinjeni onako kako to zakon traži, koji u najširem smislu riječi ne odgovaraju zahtjevima zakona za punovažan pravni posao.

Pitanje nevažnosti pravnih poslova dolazi u red najsloženijih problema u teoriji građanskoga prava, jer nedostaci koji prouzrokuju nevažnost pravnog posla mogu biti različitog intenziteta i vrste, tako da nije uvijek lako odrediti da li će, i kakve posledice ovi nedostaci proizvesti. U teoriji i zakonodavstvu usvojena je postupnost u određivanju nevažnosti pravnih poslova, tako da se samo u određenim slučajevima posao lišava svakog ugovornog dejstva, dok u određenim slučajevima pravni posao pod određenim uslovima, ipak može proizvoditi pravna dejstva.

Za berzansko poslovanje i za berzu uopšte, a posebno za finansijske berze postoji veliko interesovanje zbog značaja koji imaju u privrednom životu. Zato se često postavlja pitanje šta su berze, šta su berzanski poslovi.

U našim uslovima berza je organizovano tržište konstituisano kao akcionarsko društvo neprofitnog karaktera, koje ima svoje posebne organe. Berze su složena pojava koju proučavaju različite nauke. Međutim, njih najviše proučavaju ekonomske nauke, jer su one prvenstveno ekonomska pojava.

Sa pravnog stanovišta o berzama je malo što rečeno, iako su one značajna pravna ustanova. U teoriji privrednog prava berze se svrstavaju u grupi takozvanih posebnih institucija privrednog prava (posebni oblici privrednih subjekata), predstavljaju posebnu vrstu organizovanog tržišta i služe olakšanju i ubrzanju privrednog prometa. Moderne tržišne privrede ne mogu se zamisliti bez poslovanja berzi koje predstavljaju organizovana tržišta na kojima se trguje različitim berzanskim artiklima. Osim što je najvažniji instrument razvijene tržišne privrede u cilju optimalne alokacije kapitala, berza je koristan instrument, što je za nas posebno važno, u procesu svojinske transformacije u cilju tržišne redistribucije hartija od vrijednosti, prvenstveno akcija privatizovanih društvenih - državnih preduzeća.

U našim krajevima je prva berza, na kojoj se trgovalo robom i trgovačkim efektima (mješovita berza) osnovana 1886. god. u Beogradu a poslije 1920. u Zagrebu, 1924. u Ljubljani (obije mješovite), 1924. u Novom Sadu i Somboru (obije robne), 1929. u Skoplju (robna) i dr.

Poslije drugog svjetskog rata, kod nas je 1959. godine osnovana robna berza pod nazivom Produktna berza u Novom Sadu, koja je dugo godina bila jedina berza koja je kod nas radila.

Početkom 1989. godine osnovana je „Beogradska berza” AD Beograd kao finansijska i robna berza, „Montenegroberza” AD Podgorica kao finansijska berza (osnovana 1993.) i „Nova berza Crne Gore” AD Podgorica (osnovana 2001. godine).

U radu treba dati odgovor na pitanja: da li je „berzanski ugovor o kupoprodaji hartija od vrijednosti” imenovani ugovor privrednog prava? Ovaj ugovor ima svoja specifična obilježja, na osnovu kojih se razlikuje od ostalih ugovora. Utvrđivanje pravne prirode ovog ugovora je od najveće važnosti jer od toga zavisi koja će se pravila primjenjivati na njegovo zaključenje

i izvršenje. Za potrebe ovog rada koristimo termin „kupoprodaja” iako Zakon o obligacionim odnosima usvaja termin „ugovor o prodaji”. Može se koristiti i jedan i drugi termin, ali smo se mi zbog ukorijenjenosti u pravnoj nauci i praksi termina „kupoprodaja” opredijelili za njega.

Prvi dio rada govoriće upravo o pravnoj prirodi berzanskog ugovora o kupoprodaji hartija od vrijednosti. Da bi se dao odgovor na pitanje da li ovaj ugovor može biti nevažeći i pod kojim okolnostima to može biti, mora se prethodno utvrditi pravna priroda ugovora, jer od toga zavisi koja će se pravila primjenjivati prilikom njegovog zaključenja, izvršenja i prestanka. Da bi se prednje što cjelovitije sagledalo obradiće se najvažnija pitanja u vezi sa finansijskom berzom i hartijama od vrijednosti.

U drugom dijelu rada obrađuje se opšti pojam nevažnosti ugovora i posebno pojam nevažnosti „berzanskih ugovora o kupoprodaji hartija od vrijednosti”. U praksi se zaključuju ugovori koji nijesu u skladu sa ustavnim načelima, prinudnim propisima, dobrim običajima i moralom društva, kao i oni kojima se vrijeđaju interesi jedne ugovorne strane. Takvi ugovori, po pravilu, ne proizvode dejstva i smatraju se nevažećim ugovorima. U okviru nevažećih ugovora razlikuju se apsolutno ništavi i relativno ništavni. Istražićemo da li „berzanski ugovori o kupoprodaji hartija od vrijednosti” mogu biti apsolutno i relativno ništavi i ako mogu pod kojim to okolnostima. Dakle, analiziraće se razne pravne situacije koje čine berzanski ugovor o kupoprodaji hartija od vrijednosti nevažećim kao i pravne posledice nevažnosti ugovora. Takođe, govoriće se o sudskom postupku povodom nevažnosti ugovora sa predlogom zakonskih rješenja koja mogu doprinijeti većoj pravnoj sigurnosti prilikom berzanske trgovine sa hartijama od vrijednosti.

U završnom dijelu rada pokušaćemo još jednom da istaknemo karakteristike berzanskih ugovora kao i pravne situacije i okolnosti koje čine jedan berzanski ugovor nevažećim i da damo zaključke u vezi sa pozitivnim propisima u našoj državi koji regulišu berzanske ugovore o kupoprodaji hartija od vrijednosti i njihovu nevažnost.

Dakle, cilj našeg istraživanja je prvo da damo odgovor: kakva je pravna priroda berzanskog ugovora o kupoprodaji hartija od vrijednosti, što ove ugovore razlikuje od drugih ugovora privrednog (trgovinskog) prava i koji su to nedostaci koji jedan takav ugovor čine nevažećim, kao i koje su pravne posljedice oglašavanja takvog ugovora nevažećim. Davanje odgovora na ova pitanja, može da pomogne u efikasnijem korišćenju pravnozaštitnih sredstava kojima se na berzi sprečava nastajanje negativnih pojava ili neutralisanjem njihovih posljedica ako su nastale kao i da posluže zakonodavcu u pravcu ustanovljenja novih pravnozaštitnih sredstava kojima se štite učesnici u berzanskoj trgovini.

Izabrana tema predstavlja izazov za naučnu i stručnu obradu. Pravna literatura o ovoj problematici kod nas nije obimna. Čak šta više, može se reći da je berzansko poslovanje kao dio privrednog prava u periodu od 1945- 1990. bilo zanemareno i marginalizovano u jugoslovenskoj teoriji i praksi.

Proučavanje naznačene problematike može se vršiti putem različitih metodoloških pristupa. U skladu sa prirodom teme doktorske disertacije, mi u ovom radu koristimo, pored opštih metoda (metod opažanja, opisivanja i metod naučnog objašnjenja) i metode svojstvene pravnoj i ekonomskoj nauci. U prvom redu upotrebljavaćemo pravni, komparativni i istorijski metod, a supsidijerno će se primjenjivati ekonomski metod. U obradi problema koristićemo stranu literaturu, kao i zakonske tekstove stranih zemalja, kao i stranu sudsku praksu. Naravno, koristićemo i domaću, predratnu i poslijeratnu literaturu, sudsku praksu i zakonske tekstove.

I DIO

FINANSIJSKA BERZA, BERZANSKOPOSLOVANJE, BERZANSKI UGOVORI

GLAVA I

POJAM, ISTORIJAT, VRSTE, ULOGA I ZNAČAJ BERZE

1. POJAM BERZE

Tržišta za kupoprodaju finansijskih predmeta trgovanja se prema stepenu organizovanosti i formalizovanosti dijele na berze i vanberzanska tržišta.

Trgovanje na berzama predstavlja vrlo atraktivan i značajan faktor savremenog finansijskog poslovanja. Berza kao nerazdvojni dio tržišta i tržišne privrede uopšte predstavlja jedan izuzetno značajan i važan segment od čijeg poslovanja i uspješnosti zavisi i uspješnost ukupnog tržišta, odnosno tržišne privrede. Zbog značaja koji imaju u privrednom životu za berze postoji veliko interesovanje. One su složena pojava koje proučavaju različite nauke. Njih najviše proučavaju ekonomske nauke, jer su prvenstveno ekonomska pojava. Međutim, pošto su berze istovremeno i pravna ustanova u posljednje vrijeme sve veći broj autora pokušavaju da daju definiciju berze kao pravne pojave.

Pod berzom se najčešće podrazumijeva više stvari, počev od zgrade, berzanskog sastanka, do skupa berzanskih poslova. Često se i ljudi i ustanove koji se bave djelatnošću koja ima veze sa berzom tako nazivaju. Berze se označavaju i kao civilizacijska tekovina, kao javno dobro poput struje, željeznice, vodovoda, puteva i tome slično. Berza je svojevrsna trgovina,

ali i ustanova, koja služi za ponudu i potražnju razne vrsta robe¹. Slično tom, navodi se da je berza aktivnost kupovine i prodaje, kao i mjesto gdje se transakcije odvijaju².

Najčešće poimanje berze je: da je berza organizovano specijalizovano tržište na kome se, u određeno vrijeme (tzv. berzanski sastanci) okupljaju njeni članovi ili posrednici članova uz učešće ovlašćenih posrednika, radi zaključivanja određenih poslova (prodaje efekata, valute, tipizirane robe i usluga).

Brojne definicije berze mogu da se svrstaju u nekoliko grupa: ekonomske definicije, istorijske, etimološke i pravno-ekonomske definicije.

Ekonomske definicije određuju berze kao tržišta. Na tim tržištima se obavlja promet robe, novca, deviza i kapitala izraženog u hartijama od vrijednosti. Etimološke definicije se sastoje od tumačenja značenja riječi „berza”. Istorijske definicije se uglavnom svode na upoređivanje berzi, sa jedne strane, i pijaca, ili vašara, iz kojih su berze nastale, sa druge strane. Interesantna je pravna³ definicija berze koju daje autor Nebojša Jovanović, koji kaže da su berze, u pravnom smislu riječi, zakonom uređene organizacije, koje se, pod pojačanom državnom kontrolom, na određenom prostoru bave organizovanjem pravnog prometa kotiranih predmeta po osnovu vršenja berzanskih pravnih poslova.

Profesor Carić⁴ objašnjava Berzu na pravni način kao posebni privredni subjekat: „... berze su specijalizovane privredne organizacije koje predstavljaju na poseban način organizovano tržište na kome se ostvaruje promet robe, novca, i hartija od vrijednosti putem zaključenih berzanskih poslova”.

¹ N. Vuksan, „Burza“, Zagreb, 1990.

² K. Morris and A. Siegel, Guide to understanding Money & Investing, The Wall Street Journal, 1993, p. 62

³ N. Jovanović „Pravna priroda efektnih berzi“ doktorska disertacija, Beograd

⁴ S. Carić „Pravni položaj privrednih organizacija“, Privredna štampa, Beograd, 1971. str. 227.

Po mišljenu profesora Viteza⁵ „berza je posebna vrsta trgovačkog društva, koje pod određenim uslovima trguje na veliko sa robom, novcem i hartijama od vrijednosti”.

U svakom slučaju berza je regulisano i organizovano tržište, sa strogo utvrđenim pravilima trgovanja kao i definisanim predmetima i učesnicima. Uslov za početak rada berze je njeno registrovanje kod nadležnog državnog organa⁶.

To je institucija koja se osniva da bi se zadovoljile potrebe:

1. kupaca, to jest, investitora;
2. prodavaca;
3. kompanija čije se hartije kotiraju na berzi;
4. posrednika (brokera i dilera).

Berze su po tradiciji bile neutralno, javno mjesto na kome se izvršavaju nalozi za kupovinu i prodaju, i blagovremeno pružaju informacije o svim zaključenim transakcijama. Za razliku od slobodnog tržišta koje radi na bazi direktnih pregovora između učesnika, berze rade na principu aukcija⁷.

Tradicionalno poslovanje berze, kao organizovanog tržišta na kome se prodaju i kupuju hartije od vrijednosti, danas, sve više zamjenjuje virtualna berza na Internetu.

Pomoću tehnologije virtualne realnosti, ili tehnologije video telekonferencije, omogućena je lična prisutnost u bilo kom dijelu svijeta i u bilo koje vrijeme, bez potrebe napuštanja mjesta sopstvene prisutnosti, što je nekada bio domen naučne fantastike, a danas već realnost. Komunikacija sa udaljenim stranama svijeta, uz pomoć računara, telefona i hardverskih dodataka, danas se ostvaruje interaktivno, a u svijetu finansi-

⁵ M. Vitez, „Berza hartija od vrijednosti i berzanski poslovi“, Ekonomski fakultet, Subotica 2000, str. 16

⁶ Najčešće kod državne Komisije za hartije od vrijednosti koja vrši nadzor i kontroliše rad finansijske berze.

⁷ Kod trgovine hartijama od vrijednosti koja se odvija aukcijom – hartija se prodaje po najvećoj a kupuje po najnižoj cijeni.

ja, rukovođenje novcem i hartijama od vrijednosti preuzeo je računar, preko sistema elektronskog protoka novca.⁷¹

2. ISTORIJAT BERZI

2.1. U svijetu

O nastanku prvih berzi kao i o porijeklu termina „berza” u pravnoj literaturi postoji više objašnjenja.

Prema tvrdnjama nekih historičara začeci berze se javljaju u dalekoj prošlosti, u starom vijeku pod nazivom *collegia marcatorum*. Ove rudimentalne oblike berze nalazimo već u vavilonskom, feničanskom i rimskom pravu.

Jedno je, gotovo sigurno, hronološki berza je nastala u među fazi: trampe - robe za robu (koja se odvijala na za to određenom prostoru) i pojave prvih sajmovi (gdje se umjesto „kupoprodajne” količine robe, bili izloženi njeni eksponati, uzorci koji su je reprezentovali). Početak je bio isti, od antike do novog vijeka, kada su trgovci otvoreni prostor gradskih trgova i sajmišta zamijenili prvo gostionicama, a zatim i posebnim zgradama. Dakle, povremeni i neredovni susreti trgovaca, pod vedrim nebom tokom razvoja privrede i porasta obima trgovinskog prometa, bivaju zamijenjeni organizovanim i institucionalizovanim trgovanjem - berzama.

Rasprostranjeno je mišljenje da je prva berza osnovana u Anversu (Antverpenu), prema jednom objašnjenju 1460, a prema drugom nešto ranije 1440. Kasnije su osnovane berze u Lionu 1546, Tuluzu 1549, Ruenu 1556, Hamburgu 1558, Parizu 1563, Londonu 1570, Amsterdamu 1602. godine.

⁷¹ Mogućnosti koje pruža elektronika, zauvijek su izmijenile način na koji funkcionišu tržišta hartija od vrijednosti, omogućujući kupcima i prodavcima da se povežu direktno, bez posredovanja berzi i brokera. Tri fundamentalne promjene su u toku. Prva se odnosi na rast popularnosti elektronskih trgovinskih mreža (ECN), izazvanu brzinom izvršenja naloga i niskim troškovima. Druga je produženje radnog vremena, dok se treća ogleda u konsolidaciji berzi, uključujući u proces depoe za hartije od vrijednosti i klirinške kuće.

Izvor: Global Finance, Januar 2000., New York, Global Finance.

Jedan broj historičara vezuje današnji naziv berze za ime vlastelinske porodice Van der Berse⁸ iz belgijskog grada Briž u čijoj kući se trgovalo hartijama od vrijednosti. Međutim, većina njih je sklona da naziv berze vezuje za latinsku riječ „bursa” što znači „kožna kesa”, čime se ističe povezanost ovog termina sa novcem i trgovinom. Oslonac ovoj tvrdnji je u grbu porodice Van der Berse koji je bio predstavljen sa dvije ukrštene „kožne kese”, a nalazio se na fasadi kuće ove porodice.

Prvobitno se trgovalo trgovačkim mjenicama. U 16 vijeku u Antverpenu, prvi put su otpočele i kupoprodaje državnih hartija od vrijednosti. Predmet trgovine bile su dugoročne obveznice državnih trezora Holandije, Engleske, Portugalije, Španije i Francuske. Proces razvoja berze bio je uslovljen sve većom standardizacijom⁹ predmeta trgovine.

Početkom 17 vijeka najvažniju ulogu imala je berza u Amsterdamu koja je bila istovremeno i robna i efektivna berza. Pored državnih obveznica na njoj je otpočela i kotacija određenih holandskih i britanskih kompanija, pa se već u prvoj polovini 18 vijeka broj tih hartija od vrijednosti popeo na 110. Tokom 17 i 18 vijeka započeo je i proces donošenja zakonskih propisa kojima je ograničavana neobuzdana berzanska trgovina, naročito kroz terminske poslove. Ovi propisi nijesu imali mnogo uspjeha, špekulacije su bile nastavljene istim intenzitetom.

⁸ Porodica Van de Burze, je imala kuću na trgu u Burgenu (Belgija), gdje su se sastajali trgovci radi trgovanja robom. Po sklapanju posla oni su razmjenjivali mjenice i obveznice kojima su obezbjeđivali naplatu robe. Na kući je i porodični grb u obliku vrećice za novac (latinski bursa)

⁹ Postupkom standardizacije postiže se da predmet trgovine bude po svim osobinama istovjetan i u najmanjim, kao i velikim količinama tako da se njime može trgovati bez uzorka. To je lako uraditi kod novca i hartija od vrijednosti. Kod robe je to moguće uraditi sa sirovinama i proizvodima prvog stepena obrade.

Sa porastom broja akcionarskih društava dolazi do osnivanja jakih efektivnih berzi u Njujorku 1792. god.¹⁰, zatim u Parizu, Berlinu i Beču.

Osnovne karakteristike savremenih berzi su obavljanje velikog broja transakcija, sve velike svjetske berze su kompjuterizovane i međusobno povezane. Akcijama poznatih multinacionalnih kompanija trguje se po cijelom svijetu, trgovina praktično traje 24 sata, zbog vremenskih razlika, tako da je došlo do sada neviđene globalizacije berzanskog poslovanja u svijetu.

2.2. Kod nas

Kako se ideja o osnivanju berze u Kneževini Srbiji pojavila znatno ranije, 1886. godine donijet je prvi Zakon o javnim berzama. Na osnovu ovog Zakona, 21. novembra 1894. godine osnovana je Beogradska berza. Zasluga za osnivanje beogradske berze pripada beogradskim trgovcima koji su bili okupljeni oko Srpskog trgovačkog društva i koji su bili nadahnuti uvjerenjem da je izvor moći jedne države u blagostanju njenog naroda, koje se, opet, sastoji u dobro uređenoj trgovini i naprednoj narodnoj privredi, bez čega jedna država ne može napredovati niti jaka biti, kako je to rekao i prvi predsjednik berze u svom govoru prilikom njenog stvaranja. Na ovoj ovoj opštoj mješovitoj berzi, po svjetskim uzansama, trgovalo se akcijama, obveznicama, produktima i stranom valutom. Zahvaljujući kontinuiranom radu Berza je postala značajan centar ekonomskog života zemlje, a po organizaciji i stepenu razvijenosti dostigla je nivo sličnih berzi u Evropi. Hartije od vrijednosti kojima se na njoj trgovalo kotirale su se na berzama u Parizu, Londonu i Frankfurtu. Poslovanje berze prekinuto je u aprilu 1941. otpočinjanjem drugog svjetskog rada u Jugoslaviji.

¹⁰ Njujorška berza je osnovana 17. maja 1792. kao prvo organizovano tržište akcija sporazumom 24 brokera a 1817 dobija naziv „New York Stock & Exchange Board“ (1863 – naziv je promjenjen u „New York Sock Exchange“).

Berza u Zagrebu osnovana je 1920. godine, u Ljubljani 1924, u novom Sadu i Somboru 1924, u Skoplju 1929.

Poslije drugog svjetskog rada, kod nas je 1959. osnovana kao jedina berza uopšte - robna berza pod nazivom Produktna berza u Novom Sadu, i to Uredbom o osnivanju produktne berze u Novom Sadu koji je donijelo Izvršno vijeće NR Srbije krajem 1958. godine.

U našoj zemlji, pored ove jedine robne, postoje još 3 berze - Beogradska berza AD Beograd kao finansijska i robna berza (mješovita berza) osnovana 1989. u Beogradu, Montenegroberza AD Podgorica kao finansijska berza osnovana 1993. u Podgorici i Nova berza hartija od vrijednosti Crne Gore, osnovana 2001. godine u Podgorici.

3. VRSTE BERZE

U stručnoj literaturi berze se klasifikuju na razne načine, zavisno od kriterijuma koji se uzima kao mjerodavan.

1. S obzirom na kriterijum predmeta trgovine na berzi, dijele se na;

- robne (produktne)
- novčane (efektne)
- berze usluga i
- mješovite berze

2. S obzirom na širinu postojećeg predmeta trgovine na berzi, ove se dalje klasifikuju na:

- opšte i
- specijalizovane

3. S obzirom na kriterijum širine područja poslovanja (teritorijalni kriterijum), razlikuje se:

- domaće, nacionalne berze, i
- međunarodne berze;

4. Berze se mogu klasifikovati u zavisnosti od oscilacija cijena predmeta berzanskog materijala kojim se trguje, na

- „mirne” i
- „kolebljive”

5. S obzirom na kriterijum, da li se na berzi trguje papirnim, dokumentarnim ili bezpapirnim, bezdokumentarnim, dematerijalizovanim hartijama od vrijednosti, berze se dijele na;

- klasične, prezentacione na kojima se trguje papirnim, materijalizovanim hartijama od vrijednosti i

- elektronske berze na kojima se berzanska trgovina odvija putem računarske mreže bez upotrebe hartija od vrijednosti u pismenoj, materijalnoj formi.

6. Novčane berze dijele se na:

- berze hartija od vrijednosti;
- berze tzv. „finansijskih opcija” tj. premijskih opsijskih poslova tzv. „OPTIONS”.

7. Prema načinu organizovanja razlikuju se tri tipa berze sa aspekta organizacione forme. Među berzama postoje razlike, koje se prvenstveno odnose na formu i način osnivanja, sticanjem članskog statusa, načina upravljanja i kontrole. Saglasno tim razlikama u praksi postoje:

- anglosaksonski,¹¹
- kontinentalni¹² i
- mješoviti¹³ tip berze

¹¹ Kod anglosaksonskog tipa berze, berza je privatni subjekat akcionarskog karaktera sa unaprijed tačno utvrđenim brojem članova. Uticaj države na rad ovih berzi je minimalan a banke i druge finansijske organizacije ne mogu biti članovi berze. Najpoznatije berze anglosaksonskog tipa su: Londonska i Njujorška berza.

¹² Francuski tip berze karakteriše izražena uloga države u osnivanju i funkcionisanju. Najpoznatija berza ovog tipa je Pariska.

¹³ Mješoviti tip berze je kombinacija dva tipa i karakterističan je za Njemačku, Švajcarsku itd. (Frankfurtska, Ciriška berza i sl.).

8. Zatim, podjele na zvanične (službene) i nezvanične (neslužbene) berze.

Osnov ove podjele je državna kontrola. Bez obzira na tip berze, država u manjoj ili većoj mjeri preuzima određene kontrolne funkcije nad radom berzi. Zvanične berze, bile one državne ili privatne su javne institucije. Ove berze su priznate od države jer su njenom dozvolom i osnovane. Aktom osnivanja i njihovim ozvaničenjem ne prestaje državni nadzor. Njihov rad se kontroliše i prati i dalje, a to omogućuje njihov javni status. Ponekad se one nazivaju i organizovane berze.

Drugi tip je neslužbena berza, koja nipošto nije neka neregularna organizacija. Ona je samo nastala prerastanjem potreba za trgovanjem preko okvira koji su pružale zvanične berze. I Ovdje su uslovi za trgovinu daleko liberalniji, nego na službenim berzama. Takođe je u pogledu samih aktera te trgovine oslobođena mnogih formalnosti.

Ovaj vid berzanske trgovine se naziva u zemljama engleskog govornog područja „Over the counter market” (OTC), a u Francuskoj - kulisa (coulisse).

9. Prema cilju poslovanja, na

- profitne¹⁴ i

- neprofitne¹⁵

10. Prema obliku organizovanja, na

- udruženja članova ili

- akcionarska društva.

I u našem ZBBB izvršena je određena klasifikacija berzi. Naime, berza se može osnovati i kao:

- finansijska berza i kao

- robna berza.

¹⁴ Dobit koju berza ostvari svojim poslovanjem može se koristiti za raspodjelu akcionarima.

¹⁵ Dobit koju berza ostvari može se isključivo koristiti za unapređenje organizacionih, tehničkih i kadrovskih pretpostavki berze i trgovanja.

Zatim, ako se trguje sa više vrsta tržišnih materijala - osniva se

- mješovita berza.

4. ULOGA I ZNAČAJ BERZE

Osnovna uloga finansijske berze je da neposredno organizuje i stvara organizacione i tehničke pretpostavke kao i da propisuje proceduru i metode za utvrđivanje cijene ugovora o kupoprodaji predmeta trgovanja^{15/1}.

Berza je tokom svog razvoja dobijala sve veći značaj jer je omogućavala i povećavala obim trgovačkog i finansijskog prometa i to kako unutar jedne zemlje tako i u međunarodnim razmjerama. Njena osnovna uloga je da putem emisije akcija obezbijedi investicioni kapital, a kroz emisije obveznica, državnih zapisa, blagajničkih i komercijalnih obveznica i drugih hartija od vrijednosti, sredstava za dugoročno i kratkoročno kreditiranje.

Berze stvaraju kontinuelno tržište hartija od vrijednosti. To je tzv. tržišna funkcija berze, tj. organizovanje ponude i tražnje hartija od vrijednosti koja obuhvata:

- obezbjeđivanje trgovine na veliko sa hartijama od vrijednosti,
- određivanje kurseva hartija od vrijednosti,
- obezbjeđivanje likvidnosti,
- jedinstvena cijena,
- transparentnost.

Na berzi, više nego na bilo kom tržištu, dolazi do pregleda ponude i tražnje plasiranih berzanskih artikala. Cijene formirane na osnovu tog odnosa predstavljaju prave tržišne vri-

^{15/1} Istorijski posmatrano, finansijske berze su pojmovno obuhvatale i odgovarajući fizički prostor „parket“ trgovanja, ali uvođenje moderne kompjuterske i komunikacione tehnologije, fizičko prisustvo više nije neophodno, tako da učesnici u trgovanju daju naloge i zaključuju trgovanje iz udaljenih prostora, koje mogu biti i van države u kojoj je sjedište berze.

jednosti, s obzirom da se koriguju svakodnevno na osnovu trenutnog stanja ponude i tražnje. Uloga berze je da skoncentriše ponudu i tražnju na jednom mjestu kako bi se njihovim sučeljavanjem formirala najobjektivnija cijena. Tako formirana cijena na jednoj berzi utiče na formiranje cijena na drugim berzama, ne samo u okviru nacionalne ekonomije već i šire.

Berze obezbjeđuju održavanje integriteta trgovanja kroz poštena i pravična pravila. Njenim sistemima za trgovanje promoviše se transparentnost kao i otkrivanje i sprečavanje manipulativne prakse i drugih nepoštenih radnji u trgovanju i sprečavanju poremećaja na tržištu.

Berze imaju prognostičku funkciju, koja se ogleda u činjenici da kretanje određenih pokazatelja na berzi ima određeni prognostički efekat, jer se radi o važnom indikatoru ekonomskih i društvenih kretanja koji daje brojne informacije o stanju i očekivanom razvoju privrednih subjekata. Berzansko poslovanje, dakle, pruža mogućnost za uspješno predviđanje budućih poslovnih rezultata, čime se omogućava seljenje kapitala iz neprofitabilnih u profitabilna preduzeća. Isto tako, posredstvom berze vrši se selekcija privrednih programa i projekata sa aspekta profitabilnosti i time se olakšavaju investicione odluke.

Takođe berze imaju i informativnu funkciju na njima su svakodnevno prisutni ljudi koji raspolažu preciznim informacijama o privrednim prilikama i kretanjima u svijetu, o profitabilnoj sposobnosti preduzeća. Ova funkcija obuhvata: a) obaveštavanje o kretanjima na tržištu određenih roba i b) objavljivanje cijena roba sa kojima se na berzi trguje, podataka o količinama, rokovima isporuke, kvalitetu i asortimanu roba.

Posebno značajna ekonomska funkcija berze je omogućavanje finansijskog prestrukturiranja preduzeća i mogućnosti reorganizacije preduzeća koja su u finansijskim teškoćama. Umjesto likvidacije preduzeća stvorena je mogućnost preuzi-

manja akcijskog kapitala od strane ekonomski i finansijski jačih subjekata. Berze akcija omogućavaju i efikasnu kontrolu upravljanja menadžera. Slabo vođenje i neefikasnost firme rezultiraće niskom cijenom akcija, što će dovesti do preuzimanja kompanije od novih vlasnika koji vjeruju da firma može bolje da posluje. Ovaj indirektni mehanizam kontrole rada, menadžera je u razvijenim tržišnim privredama javno sredstvo kontrole upravljanja javnim korporacijama.

Sigurnost poslovanja na berzi osigurana državnom kontrolom i strogim propisima poslovanja, brzina transakcija, formiranje cijena koje odražavaju pravo stanje ponude i tražnje kapaciteta na berzi i koncentracija najvećih poslovnih giganta, čine da je berza danas postala centar poslovnog života.

Berze stalno rade na unapređenju sigurnosti, efikasnosti i ekonomičnosti pregovaranja i izvršenja nastalih obaveza kao i na obezbjeđenje uslova za pošteno i ravnopravno trgovanje u skladu sa principima transparentnosti. Zbog velike uplivisanosti u sve pore života jedne zemlje, berza se smatra njenim privrednim barometrom, a posmatrano šire i barometrom političkog života.

Karakteristike finansijskih berzi su:

- to su organizovana tržišta;
- trguje se finansijskim predmetima trgovanja (hartijama od vrijednosti, finansijskim derivatima, devizama) koje je berza prethodno primila na listing;
- pravo učešća u trgovini imaju samo lica koja ispunjavaju posebne uslove i koja su dobila odobrenje za trgovanje na berzi;
- trgovanje se odvija po strogo propisanim pravilima;
- javnost trgovanja i javno objavljivanje kursne liste;
- posjedovanje razvijenog informacionog sistema i primjena kompjuterske tehnologije^{15/2};

^{15/2} Razvoj tehnologije omogućio je igračima svake berze da se sa bilo kog mjesta mogu uključivati u proces trgovanja, baš kao da su na samom berzanskom parketu.

- kliring i saldiranje se odvijaju u okviru posebnog organizacionog odjeljenja berzi ili preko klirinške kuće¹⁶ sa kojom je berza na odgovarajući način povezana;

- centralizovano zaključivanje transakcija;

- centralni registar i sistemi za kliring i saldiranje treba da omoguće efektivnost i efikasnost trgovanja i smanjenje sistemskog rizika;

- ključni principi organizacije i rada berze su) 1) povjerenje i sigurnost, 2) spontanost nastanka i usklađenost sa okruženjem, te 3) javnost rada i transparentnost trgovanja.

Razvoj berzi pratile su i negativne pojave kao što su špekulacije, prevare, omogućavanje neopravdanog bogaćenja jednih a siromašenja drugih trgovaca, lansiranje neistinitih informacija i drugo. Neke negativne ocjene o berzama i berzanskim poslovima prisutne su i danas a nastale su kao rezultat nepoznavanja berze i njenih zakonitosti ili su posljedica neorganizovanosti berze u pojedinim periodima njenog razvoja. Sigurno da razvoj berzi nije išao pravolinijski i nije se kretao samo u smislu pozitivnih karakteristika, međutim koristi koje se imaju od berzanskog poslovanja stavljaju u drugi plan primjedbe i zamjerke koje se upućuju berzama, jer krize koje se, s vremena na vrijeme, javljaju, na berzama nijesu prateća pojava berzanskog poslovanja, već su odraz poremećaja ekonomskih i društvenih tokova. Berze samo automatski reaguju na izražene nepravilnosti u privredi.

Sigurno je da naša zemlja koja je suočena sa ekonomskim problemima, a prije svega sa problemom nedostatka kapitala mora posvetiti pažnju razvoju berzanskog poslovanja.

¹⁶ Klirinška kuća je posebna institucija u okviru sistema berzanskog poslovanja, sa osnovnom namjenom da učini finansijski dio berzanskih transakcija jednostavnim i sigurnim. Na kraju svakog poslovnog dana, svaka transakcija u trgovini zavodi se u berzanskoj klirinškoj kući. U tom poslu, klirinška kuća pojavljuje se kao suprotna strana svakom pojedinačnom učesniku u trgovanju, u svakoj pojedinoj transakciji i na taj način oslobađa i kupce i prodavce od daljih direktnih obaveza jedan prema drugima – njihovo je samo da zaključe posao, dogovorivši se o cijeni i količini predmeta trgovanja.

GLAVA II

PRAVNI IZVORI

1. UVODNE NAPOMENE

Radi zaštite interesa učesnika u postupku berzanske trgovine, neophodno je utvrditi pravni okvir poslovanja, uslove pouzdanosti pod kojima se neko može baviti djelatnošću posrednika, načine i postupke za prodaju finansijskih predmeta trgovanja kao i prevarna i druga nedopuštena ponašanja, kojima se zloupotrebljava berzansko tržište. Kako krahovi i nestabilnost berzanskog tržišta, imaju krupne negativne posljedice na stabilnost cjelokupne privrede, neophodno je kreirati normativni sistem koji bi svojim ciljevima, funkcijama i metodima obezbijedio poštenu i fer trgovinu na berzi.

Nesumnjivo, normativni okviri su značajan preduslov za poslovanje učesnika na berzanskom tržištu. To tržište ne može funkcionisati bez odgovarajuće pravne regulative. Cilj mora biti da se osigura konkurentno i pravno efikasno tržište.

Pravni izvori koji regulišu finansijske berze mogu se podijeliti na nacionalne i međunarodne, zavisno od teritorije na kojoj se primjenjuju.

2) NACIONALNI PRAVNI IZVORI

Nacionalni, (unutrašnji) pravni izvori, koji važe samo na teritoriji jedne države, mogu se hijerarhijski podijeliti na

nekoliko vrsta zavisno od njihove pravne snage. To su: zakoni, podzakonski opšti akti i izvori autonomnog berzanskog prava. Sudska praksa i pravna nauka imaju veliki značaj za primjenu, a ponekad i za stvaranje berzanskog prava.

Istorijski razvoj finansijske berze pokazuje da je berzansko poslovanje najprije regulisano kroz trgovačke zakonike, u odredbama koje su se odnosile na ugovor o nalogu. Paralelno sa zakonskim regulisanjem berze su stvarale i svoja autonomna pravila kojima su regulisana statusna pitanja i berzansko poslovanje. Danas berzansko poslovanje prati niz zakonskih i drugih akata, koje mu daju karakter uređene aktivnosti. Svi koji posluju preko berze moraju da se pridržavaju zakona i pravila koji regulišu berzansko poslovanje, pa svi elementi poslovanja (osim same cijene koja se utvrđuje na parketu, u stalnom sudaru ponude i tražnje) postaju unaprijed poznati svodeći rizike na najmanju moguću njeru.

2.1 Zakoni

Svaka država koja razvija tržišnu privredu ima svoje zakone koji regulišu berze i njihovo poslovanje. U svijetu postoje tri sistema zakonskog regulisanja finansijskih berzi i njihovog poslovanja. Romanski¹⁷, anglosaksonski¹⁸ i germanski¹⁹ sistem.

¹⁷ Prvi sistem je romanski sistem, koji se sastoji u tome što trgovački zakonik sadrži opšte i osnovne norme o finansijskim berzama, a potom se one detaljno regulišu nizom specijalnih zakona i podzakonskih akata. Takav je slučaj sa Francuskom.

¹⁸ Drugi sistem je anglosaksonski sistem koji se sastoji u tome što se finansijske berze regulišu sa više posebnih zakona, od kojih ni jedan ne reguliše detaljno osnivanje, organizaciju i poslovanje berze. Oni su više preventivne, zaštitne i kontrolne prirode, jer imaju za cilj da obezbijede poštenu trgovinu hartijama. Takav je slučaj sa vodećim državama u svijetu u ovoj materiji, kao što su SAD, i Velika Britanija. Ovakav način zakonskog regulisanja u ovim državama je prirodna posljedica spontanog načina nastanka berzi, bez državnog podsticaja i

Socijalistička Jugoslavija je 1989. godine donijela Zakon o tržištu novca i tržištu kapitala, čime je stvorila pravne osnove za osnivanje finansijskih berzi. Poslije prekida koji je trajao više od pola vijeka i početnih lutanja u formulisanju elemenata berzanskog zakonodavstva naše zakonodavstvo je počelo da preuzima standarde berzanskog zakonodavstva razvijenih zemalja, vodeći računa o mogućnostima njihovog prilagođavanja domaćim okolnostima. Savezna Republika Jugoslavija je donijela nov Zakon o berzama, berzanskom poslovanju i berzanskim posrednicima 1994. godine. U obrazloženju za donošenje ovog zakona navodi se da se njime obezbjeđuju preduslovi za razvoj i funkcionisanje savremenog tržišta, kako novca i hartija od vrijednosti, tako i ostalih vrsta predmeta trgovanja na berzama, uz prisustvo ovlašćenih berzanskih posrednika. Ovaj zakon nije potpun i detaljan, pravno određujući i ne definiše sve što je potrebno za osnivanje i funkcionisanje savremene berze. S obzirom na nedostatak iskustva odredbe u ovom zakonskom tekstu morale bi biti potpunije i detaljnije nego što je to uobičajeno, ali i ovakav daje dobru osnovu za početak berzanskog poslovanja kod nas.

njihove velike samostalnosti i strogosti u samoregulisanju. U okviru anglosaksonskog sistema treba istaći zakone o hartijama od vrijednosti i trgovini hartijama od vrijednosti donesenim u SAD 1933. godine i Engleski zakon o finansijskim uslugama iz 1986. godine na osnovu kojeg je sprovedena značajna reforma berzanske trgovine. Ovaj zakon je promijenio strukturu pravnog regulisanja tržišta u Britaniji u odnosu na prethodnu strukturu koja je bila prvenstveno samoregulatorna, u onu vrstu strukture koja ima snažnu osnovu propisanu zakonom. Zakon, s jedne strane, nije eliminisao samoregulisanje, ali je stvorio novo tijelo, odbor „Za hartije od vrijednosti i investiranje“ (SIB) i dao mu brojna zakonska ovlašćenja.

¹⁹ Treći sistem je germanski sistem. On se sastoji u tome što u državi, pored opšteg građanskog i trgovačkog zakonika, postoji specijalan zakon o berzama. Ovaj sistem je primijenjen u Njemačkoj, Austriji, Japanu, Mađarskoj i kod nas. Nazvan je germanskim, jer ga je uvela Njemačka, kao vodeća germanska država.

iteg

Važeći zakon o berzama reguliše osnivanje, poslovanje, imovinu, članove, učesnike finansijskih i robnih berzi, te njihovu kontrolu i berzanske posrednike. Pored njih, na berze i njihovo poslovanje mora da se primijene kao supsidijerni izvori, niz drugih zakona, koji regulišu druge oblasti društvenih odnosa. To su slijedeći zakoni: Zakon o hartjama od vrijednosti koji je zajedno sa Zakonom o berzama dio jedinstvenog zakonskog projekta čiji obuhvat pokriva postupak emisije hartija od vrijednosti koje se izdaju u seriji, osnivanje i poslovanje berze i berzanskog posrednika, kao novog dijela strukture učesnika organizovanog finansijskog tržišta, trgovinu hartijama od vrijednosti, uz istovremeno regulisanje oblika samokontrole (pravila berze i pravila berzanskih posrednika), državnog nadzora i kontrole svih segmenata finansijskog tržišta od nadležnog organa, Zakon o obligacionim odnosima, Zakon o narodnoj banci Jugoslavije, Zakon o platnom prometu, Zakon o sanaciji, stečaju i likvidaciji banaka i drugih finansijskih organizacija, Zakon o stranim ulaganjima, Zakon o prinudnom poravnanju, stečaju i likvidaciji, Zakoni iz poreske materije, Zakon o računovodstvu, Zakon o reviziji računovodstvenih iskaza i niz drugih zakona koji imaju posredan značaj u berzanskoj materiji. Ponuđena rješenja za institucije, subjekte, transakcije i instrumente uglavnom konvergiraju odgovarajućim rješenjima u privredama sa tržišnim sistemom. Može se reći da je naša pravna regulativa nastojala i da ide ispred vremena i uslova trudeći se da stvori prostor za nove inicijative i nova stremljenja u praksi. U narednom periodu treba usvojiti dva izuzetno važna zakona - Zakon o tržištu hartija od vrijednosti i Zakon o investicionim fondovima.

Zakonom o tržištu hartija od vrijednosti treba na čvršćim osnovama urediti zaštita investitora u hartije od vrijednosti, precizirati slučajeve protivzakonitog ponašanja učesnika i nji-

hovo adekvatno sankcionisanje u poslovima sa hartijama od vrijednosti, pri čemu se posebno misli na zabrane zloupotrebe povlašćenih informacija, manipulacija sa hartijama od vrijednosti, špekulativne radnje i drugo.

Nacrtom ovog zakona utvrđuje se emitovanje i trgovanje hartijama od vrijednosti koje se nalaze u javnom prometu, ovlašćenja i odgovornosti učesnika u poslovanju hartijama od vrijednosti, nadzor nad poslovanjem sa hartijama od vrijednosti i zaštita investitora. Prije početka upisa i uplate hartija od vrijednosti, emitent objavljuje javni poziv za upis i uplatu u najmanje dva lista koji se prodaju na području cijele države. Poštujući ciljeve javnosti prodaje i javnost informacija emitent će biti obavezan da po zaključenju javnog poziva objavi podatke o upisanim i uplaćenim hartijama od vrijednosti u dnevnom informativnom listu u kome je objavljen javni poziv. Nadzor nad postupkom ponude vrši Komisija za hartije od vrijednosti i berze po propisanoj proceduri, a promet hartijama od vrijednosti koje su predmet javne ponude obavlja se isključivo na berzi preko ovlašćenih lica. Djelokrug Komisije je proširen, što se prije svega odnosi na ovlašćenja da donosi pravilnike, odluke, naredbe i druge propise kojima vrši nadzor i kontrolu nad berzama, ovlašćenim licima za posredovanje i investicionim fondovima, da uređuje funkcionisanje i rad operatera registra, depozitara, klirinške kuće i ostala pitanja vezana za dematerijalizaciju i deponovanje hartija od vrijednosti, da vrši istrage i izriče prekršajne kazne za primjenu i sprovođenje zakona, da vodi postupak i pokreće upravni spor radi zaštite investitora u hartije od vrijednosti, propisuje standarde koje mora da ispuni informacioni sistem za prijem naloga i način vršenja transakcija hartijama od vrijednosti na organizovanim tržištima. Poslovanje hartijama od vrijednosti razvrstano je u sedam različitih djelatnosti od kojih svaka može

da se obavlja i nezavisno a za koju su propisani različiti uslovi koje propisuje Komisija. Predloženim rješenjima definiše se posredovanje na tržištu hartija od vrijednosti. Posrednik može da obavlja poslove u tuđe ime i za tuđ račun, u svoje ime i za svoj račun i u tuđe ime i za svoj račun. Datim rešenjima definiše se moralni kodeks, vođenje knjiga, odnos sa klijentima. Takođe, utvrđuje se djelatnost berze i razrađuje poseban segment poslovanja berze - listing, odnosno procedura prijema hartija od vrijednosti na berzu. Precizira se članstvo i pravo članova berze, regulišu se obaveze berze prema Komisiji. Predviđa se novi instrument - organizovana tržišta, odnosno da se finansijskim instrumentima u javnom prometu kojima se ne trguje na bezi trguje na organizovanim tržištima, preko jedinstvenog informacionog sistema. To znači da se vanberzanska trgovina odvija na organizovan način u skladu sa pravilima koje utvrdi Komisija shodno pravilima berzanske trgovine. Takođe, uvodi se princip jedan instrument - jedno tržište što dovodi do koncentracije trgovanja i relevantnijem iskazivanju podataka o trgovanju. U djelu zakona koji se odnosi na registrovanje, čuvanje i prenos vlasništva uvodi se dematerijalizacija, odnosno princip da se hartije koje su predmet javne prodaje i akcije koje su predmet svojinske transformacije izdaju u dematerijalizovanom obliku. Utvrđuju se poslovi depozitara i definiše osnivanje i rad klirinške kuće.

Donošenjem jedinstvenog zakonskog akta jedinstveno bi se regulisale hartije od vrijednosti s njihovim tržištem i kontrolom, berze, berzanski posrednici ostale institucije i instituti koji su vezani za hartije od vrijednosti. Ovakav zakon značajno bi doprinijeo unifikaciji ove oblasti, primjena propisa u praksi i problemi u njihovom sprovođenju mogu biti dobar putokaz u kojim pravcima zakonodavstvo treba dograđivati. U ovim aktivnostima svakako, je značajna i uporedno pravna regula-

tiva zemalja koje imaju dugogodišnju tradiciju u funkcionisanju berzanskog tržišta.

Zakon o investicionim fondovima propisuje uslove za osnivanje investicionih fondova i društva za upravljanje investicionim fondovima i uređuje način njihovog poslovanja. Društva za upravljanje su pravna lica i osnivaju se radi uspostavljanja i upravljanja jednim ili više investicionih fondova. Komisija za hartije od vrijednosti i berze daje dozvolu za rad društvu za upravljanje uz prethodno ispunjenje propisanih uslova. Društvo mora da ispuni propisane kriterijume u poslovanju - da imovinom fonda upravlja u skladu sa načelima likvidnosti, sigurnosti i podjele rizika, da posluje u interesu investitora u fondu, da posluje u skladu sa statutom fonda da obavještava imaoce udjela i akcija o upravljanju imovinom fonda u skladu sa statutom fonda i drugo. Definisane su radnje koje se smatraju zabranjenim u poslovanju društva, odgovornost društva u pravnom prometu. Investicioni fondovi mogu se uspostaviti kao otvoreni i kao zatvoreni.

Zatvoreni fond je akcionarsko društvo. Predmet poslovanja zatvorenog fonda je isključivo prikupljanje novčanih sredstava i prava ostvarenih po osnovu zakona kojima je uređena svojinska transformacija javnom prodajom svojih neograničeno prenosivih akcija i ulaganje tih sredstava u hartije od vrijednosti, nekretnine i depozite u cilju ostvarivanja dobiti primjenom načela sigurnosti, podjele rizika i likvidnosti. Dozvolu za osnivanje zatvorenog fonda daje Komisija na osnovu propisanih uslova za osnivanje. Fond ima kapital čiji je najniži nominalni iznos propisan zakonom. Fondom u njegovo ime i za njegov račun upravlja društvo u skladu sa statutom Fonda. Sredstva koja društvo prikupi zajedničko su vlasništvo investitora. Član uprave i član društva ne može biti član organa upravljanja fondom, niti može ostvariti pravo

glasa u fondu. Fond se može osnovati sa neograničenim ili sa ograničenim vremenom trajanja. Fond emituje akcije, kojima se javno trguje, o čemu objavljuje prospekt na koji saglasnost daje Komisija. Akcije Fonda sadrže pravo investitora na odgovarajući dio u imovini a glase na ime, imaju istu nominalnu vrijednost a svim investitorima daju ista prava. Ovaj fond ne može emitovati prioritetne akcije. Zakonom su propisani kriterijumi i uslovi za ulaganje sredstava Fonda, pravila za poslovanje fonda.

Otvoreni fond je posebna imovina, bez svojstva pravnog lica, koji uz odobrenje Komisije osniva društvo. Predmet poslovanja otvorenog fonda je isključivo prikupljanje novca javnom prodajom udjela u fondu. Vlasnici udjela u otvorenom fondu imaju pravo - na srazmjerni udio u dobiti fonda da u svako doba istupe iz fonda i zahtijevaju isplatu udjela. Vrijednost udjela u fondu utvrđuje se na osnovu tržišne vrijednosti svih ulaganja fonda (neto vrijednost aktive). Za uspostavljenje otvorenog fonda neophodno je ispuniti propisane uslove, obezbijediti zaštitu investitora, ispuniti obavezew prema komisiji i obezbijediti javnost rada Društva i Fonda.

Treba reći da je Vlada RCG 15. juna 2000. godine donijela uredbu o preuzimanju određenih ovlašćenja saveznih organa i organizacija u vezi prometa hartija od vrijednosti i finansijskog tržišta („Sl. list RCG” br. 33/2000) i 6. jula iste godine Odluku o obrazovanju Komisije za hartije od vrijednosti i finansijsko tržište RCG („Sl. list RCG” br. 59/2000), kao i niz drugih propisa²⁰ kojima reguliše poslovanje sa hartijama od vrijednosti.

²⁰ Za poslovanje sa hartijama od vrijednosti posebno su značajni Zakon o Centralnoj banci Cme Gore; Zakon o bankama RCG; Zakon o Privrednim društvima RCG; Pravila o izdavanju dozvole za rad berzi.

Republičkim zakonom o hartijama od vrijednosti („Sl. list RCG”, br. 59/00 i 10/01) reguliše se izdavanje hartija od vrijednosti i trgovanje tim hartijama javnim pozivom za upis i uplatu, prava i obaveze subjekata na tržištu hartija od vrijednosti i organizacija, djelokrug i nadležnost komisije za hartije od vrijednosti RCG. Od zakona koji su važni za funkcionisanje finansijske berze RCG je donijela i Zakon o Centralnoj banci Crne Gore, Zakon o bankama, Zakon o stranim ulaganjima i Zakon o privrednim društvima.

2.2. Podzakonski opšti akti

Određena pitanja finansijskih berzi regulišu se podzakonskim opštim aktima, kao što su uredbе, odluke, naredbe i pravilnici, tako da se i oni javljaju kao izvori berzanskog prava.

Kod nas je značajna Uredba, Savezne vlade o Saveznoj komisiji za hartije od vrijednosti i finansijsko tržište i Pravilnik o obezbjeđivanju uslova za funkcionisanje finansijskog tržišta, koji je donijela Komisija.

U sagledavanju se moraju navesti i akti kojima učesnici na tržištu hartija od vrijednosti operacionalizuju i konkretizuju zakonska rješenja, čime se zaokružuju normativni okviri za nesmetano obavljanje poslova u ovom segmentu poslovanja, a koje su donijeli nadležni organi Republike Crne Gore. To su slijedeći: Pravila o načinu upisa i vođenja registra emitenata hartija od vrijednosti kod Komisije za hartije od vrijednosti („Sl. list RCG” br. 6/2001); Pravila o sadržini prospekta za javnu ponudu emisija hartija od vrijednosti („Sl. list RCG” br. 16/2001) i Pravila o kontroli poslovanja sa hartijama od vrijednosti („Sl. list RCG” br. 16/2001).

2.3. Sudska praksa i pravna nauka

U našem pravnom sistemu, koji spada u evropsko-kontinentalne sisteme, izvori prava su Ustav, zakon i podzakon-

ski akti, kao i autonomni izvori prava kad je u pitanje privredno pravo.

Što se tiče sudske prakse, vladajuće je mišljenje da ona nije izvor prava, mada se u praksi niži sudovi drže stavova izraženih u odlukama viših sudova, iako ih nijedna pravna norma na to ne obavezuje, iz prostog razloga što su argumenti izraženi u tim odlukama ubjedljivi, kao i zbog straha da će njegova odluka biti preinačena, ukoliko ne primijeni stav izražen u ranijoj odluci Višeg suda. Kod nas su tek od nedavno počele da se osnivaju finansijske berze zato i imamo veoma malo sudske prakse iz oblasti berzanskog poslovanja. U nekim zemljama, a naročito u anglosksonskom berzanskom pravnom sistemu sudska praksa (precedentno pravo) jeste značajan pravni izvor.

Pravna nauka, ma koliko bila značajna njena uloga u procesu stvaranja i primjena prava, nije izvor prava u našem pravnom sistemu.

2.4. Izvori autonomnog berzanskog prava (berzanska pravila)

Zakonskom regulativom nije moguće, niti je to racionalno, precizirati veoma složenu proceduru rada berze kao finansijske institucije ili obavljanje poslova na berzi. U praksi se najčešće insistira na internom regulisanju putem statuta i odgovarajućih poslovnika, pravilnika i drugih sličnih oblika regulacije. Ti se dokumenti pripremaju od stručnih eksperata, koji kao dobri poznavaoци problematike rada berze i trgovanja na njoj uobličavaju norme, ali se saglasnost na rješenja koja se predlažu prvo dobijaju od organa berze, pa potom od nadležnih državnih organa, najčešće od Komisije za hartije od vrijednosti, ili uz saglasnost centralne banke.

Pod autonomnim izvorima prava, ili *lex mercatoria* se u pravnoj teoriji podrazumijevaju običaji, uzanse, opšti uslovi

poslovanja i trgovačke klauzule i termini. Odredbe autonomnog prava moraju da budu u skladu sa imperativnim propisima i javnim poretком koji je na snazi u jednoj zemlji. Značaj interne pravne regulative veoma je veliki i u najvećem broju slučajeva njome se, zapravo, određuje tehnologija trgovanja i svih drugih operacija ili transakcija na berzi.

Naš Zakon o berzama obavezuje finansijske berze da imaju Ugovor o osnivanju, Statut, pravila i pravilnik (član 11, 16, 20, 21), sa propisanom sadržinom. Njih donosi i mijenja skupština berze. Statut i pravila se podnose na uvid (saglasnost) Komisiji za hartije od vrijednosti, radi odobrenja početka rada berze u postupku njenog osnivanja, a isto to se mora učiniti i kasnije, pri svakoj njihovoj izmjeni. Pored statuta i pravila Zakon ne zabranjuje²¹ da berza ima i druge akte koji su još potrebni za uspješno funkcionisanje. To mogu da budu razni pravilnici, poslovnici o radu pojedinih organa, odluke i tarife o proviziji.

Norme izvora autonomnog prava obavezuju članove berze u njihovim međusobnim odnosima i to od trenutka sticanja članstva do njegovog prestanka. Autonomni berzanski akti uživaju i državnu zaštitu u sudskim i drugim postupcima, ako su ustavni i zakoniti. No takva zaštita najčešće nije potrebna, jer berzanski organi raspolažu efikasnim sankcijama za neposlušne članove, kao što su suspenzija ili isključenje. Berzanski akti obavezuju i nečlanove - klijente berzanskih posrednika ukoliko su im bila poznata pri zasnivanju odnosa sa klijentom, jer se tada smatraju sastavnim dijelom ugovora o nalogu. Tada klijent „pristupa” ugovoru o nalogu, čija je sadržina unaprijed određen, pa je time obavezan berzanskim pravilima. I Zakon o obligacionim odnosima predviđa da

²¹ Pri berzama rade posebni berzanski sudovi – arbitraže. Zadatak arbitraže je da prati primjenu berzanskih pravila i da sankcioniše odstupanje od njih.



„pravna lica u zasnivanju obligacionih odnosa postupaju u skladu sa svojim opštim aktima” (član 22. stav 1.).

3. MEĐUNARODNI PRAVNI IZVORI

Međunarodni izvori berzanskog prava su rijetki. Ipak, u posljednje vrijeme se intenzivno radi na ujednačavanju nacionalnih prava u ovoj materiji preko najvećih međunarodnih organizacija berzi hartija od vrijednosti, kao što su Svjetska federacija berzi hartija od vrijednosti i Međunarodna organizacija Komisija za hartije od vrijednosti. Međunarodna organizacija Komisija za hartije od vrijednosti (IOSCO) osnovana je sedamdesetih godina i njeno sjedište je u Montrealu. Njen je zadatak dalje unificiranje propisa iz oblasti tržišta hartija od vrijednosti. U tom cilju su, na XXIII Godišnjoj skupštini ove organizacije u Najrobiju 1998. godine usvojeni: „Ciljevi i principi regulative hartija od vrijednosti”, koji sadrže 30 principa koji se odnose na Komisije za hartije od vrijednosti. Ključni ciljevi regulacije u ovoj oblasti su: zaštita investitora, obezbjeđivanje poštenosti, efikasnosti i transparentnosti tržišta hartija od vrijednosti i smanjenje sistemskog rizika.

Harmonizacija pravila ponašanja u ovoj oblasti je visoko ostvarena u Evropskoj uniji shodno krajnjem cilju Sporazuma iz Mastrihta - stvaranju ekonomske i monetarne unije.

Harmonizacija uslova se postiže primjenom Direktiva o tržištima hartija od vrijednosti. Direktive donosi Ministarski savjet. Direktive koje donose Ministarski savjet EU obavezuje države članice da sa njima usklade svoja nacionalna prava.

Direktiva obavezuje samo države članice Evropske unije, a ne lica na njihovim teritorijama (kompanije, pojedinci). U tom pravcu doneseno je više direktiva, a najvažnije za berzansko pravo su:

1. Direktiva broj 80/279 iz 1979. godine o utvrđivanju uslova za prijem hartija u zvaničnu berzansku kotaciju (tzv. direktiva o prijemu - „Admission Directive”).

2. Direktiva broj 80/390 od 1980. godine o usklađivanju uslova za izradu i širenje listing podataka za objavljivanje u cilju prijema hartija od vrijednosti u zvaničnu berzansku kotaciju (tzv. Direktiva o listing podacima - „Listing Particulars Directive”).

3. Direktiva broj 82•7121 od 1982. godine o obavještenjima koje redovno moraju da objavljuju kompanije čije su hartije primljene u zvaničnu berzansku kotaciju (tzv. Direktiva o periodičnim izvještajima - „Interim Reports Directive”).

4. Direktiva o koncentraciji koja se primjenjuje od 1990. godine. Ovim aktom je regulisana veličina kapitala emitenata hartija od vrijednosti.

6. Direktiva o investicionim uslugama u oblasti hartija od vrijednosti broj 93/22 od 11. 06. 1994. godine.

7. Direktiva savjeta od 15. marta 1994. godine o finansijskom bonitetu investicionih firmi i kreditnih institucija br. 93/6.

Članice Evropske unije su uglavnom uskladile svoja nacionalna prava sa ovim direktivama i vjerovatno je da će u skoroj budućnosti u EU biti stvoreno jedinstveno tržište hartija od vrijednosti.

U EU klasični oblici finansijskog poslovanja, koji se kod nas tek poznaju, a koji se ogledaju kroz mnoštvo oblika berzanskih i ostalih finansijskih posrednika, polako ustupaju mjesto investicionim menadžerima, elektronskim berzama i finansijskim derivatima.

Kod nas se mora napraviti pravno-institucionalni okvir koji odgovara Evropskoj uniji. Usklađivanje domaćeg zakonodavstva sa pravom EU je strateški nacionalni zadatak, kako bi

se ispunile neophodne pravne pretpostavke za članstvo naše zemlje u EU. Iako je harmonizacija neophodna, u okviru tog procesa moraju se ipak zadržati specifičnosti nacionalnog zakonodavstva, a poštujući postojeće ekonomsko i pravno okruženje. Proces harmonizacije je veoma složen i on se mora odvijati uz odgovarajuću pomoć eksperata iz zemalja članica EU.

U okviru međunarodnih pravnih izvora o tržišta hartija od vrijednosti treba spomenuti i interprofesionalna pravila, koja sadrže norme primjenjive na svop ugovor nastale u okviru Međunarodnog udruženja svop dilera (International Swap Dealers Association) i objavljena, po prvi put 1985. godine. Ova pravila se stalno dopunjavaju.

GLAVA III

BERZANSKO POSLOVANJE

1. BERZANSKO POSLOVANJE

Berzansko poslovanje reguliše Zakon o berzama, berzanskom poslovanju i berzanskim posrednicima²². Berzanski pravni poslovi su svi oni poslovi berze za koje je ona ovlašćena propisima. Berzansko poslovanje se može definisati kao skup aktivnosti koje obavlja sama berza, kao privredni subjekt. Ovaj pojam, pored aktivnosti same berze obuhvata i pojam berzanske trgovine. U jugoslovenskom Zakonu o berzama direktno se ne definiše pojam berzanskih poslova, već berzanske trgovine „kao svi kupoprodajni ugovori, koje sa kotiranim tržišnim materijalom, zaključuju između sebe članovi „berze, uz posredovanje brokera berze za berzanskim pultom, u skladu sa berzanskim pravilima”. Pod berzanskim poslovanjem, prema članu 51. Zakona o berzama podrazumijeva se:

- 1) Poslovi oko registracije tržišnog materijala kojim se trguje na berzi,
- 2) Utvrđivanje kamatnih stopa tj. cijena tržišnog materijala kojim se trguje,
- 3) Trgovanje tržišnim materijalom,
- 4) Izvršavanje obaveza svih učesnika po poslovima koje su zaključili na berzi, i

²² Zakon o berzama, berzanskom poslovanju i berzanskim posrednicima „Službeni list SRJ“, br. 90/94.

5) Javno objavljivanje podataka o poslovanju na berzi.

Berzanski poslovi se mogu definisati kao kupovina i prodaja hartija od vrijednosti koje su primljene u berzansku kotaciju i članovi berze ih zaključuju preko sistema trgovanja.

Prema Zakonu o hartijama od vrijednosti RCG poslove tržišta hartija od vrijednosti u Crnoj Gori obavljat će samo berze, što znači da u Crnoj Gori više nije moguće obavljati vanberzansku trgovinu hartijama od vrijednosti. Članom 62²³ ovog zakona definisani su poslovi sa hartijama od vrijednosti koje obavljaju ovlašćeni učesnici na tržištu hartija od vrijednosti.

Povodom berzanskog poslovanja izdvajaju se pitanja koja se tiču berzanskog materijala (predmeta berzanske trgovine), berzanskog kursa, trgovine berzanskim materijalom, prestanka berzanskih poslova, javnog objavljivanja podataka o poslovanju na berzi.

2. VANBERZASKO POSLOVANJE

Pored berze mogu postojati i drugi oblici institucionalizacije tržišta hartija od vrijednosti, tj. mogu postojati drugi subjekti kao organizatori tržišta hartija od vrijednosti.

U većini zemalja vanberzanska tržišta egzistiraju uz berze. To su „mreže” posrednika koji su međusobno komuniciraju i, sve više, elektronski povezani na način kojim obez-

²³ Poslovi sa hartijama od vrijednosti prema članu 62 Zakona o hartijama od vrijednosti Crne Gore su: 1) posredovanje u kupovini i prodaji hartija od vrijednosti po nalogu klijenta (u svoje ime, a za tuđ račun), uz naplatu provizije (brokerski poslovi); 2) trgovina hartijama od vrijednosti u svoje ime i za svoj račun radi ostvarivanja razlike u cijeni (dilerski poslovi); 3) upravljanje portfeljom hartija od vrijednosti koje pripadaju drugim licima (poslovi investicionog menedžera); 4) preuzimanje cijele nove emisije hartija od vrijednosti u cilju dalje prodaje u korist emitenta ili garantovanje emitentu da će neprodati dio preuzete emisije biti kupljen od strane preuzimaoca (poslovi preuzimanje emisije); 5) davanje investitoru ili potencijalnom investitoru savjeta o prednostima kupovine, prodaje, upisa ili preuzimanja hartija od vrijednosti (poslovi investicionog savjetnika); 6) drugi poslovi za koje Komisija odredi da predstavljaju poslove sa hartijama od vrijednosti.

jed-



bjeđuju međusobno direktno trgovanje. Najvažnija razlika u odnosu na berze je manji stepen formalizovanosti i organizovanosti, mada pojedina od njih, tokom svog razvoja dostižu nivo na kome ih je teško razlikovati od berzi.

U uporednom pravu najpoznatije u svijetu je elektronsko tržište hartija od vrijednosti NASDAQ u SAD, SEAQ-I u Velikoj Britaniji, SOFFEX u Švajcarskoj. Ovo tržište se često zove i šaltersko tržište (eng. Over the - counter market, skr OTC), jer se odvija preko šaltera banaka i drugih finansijskih ustanova. Ono obuhvata cjelokupan promet efekata izvan berze. Ovo tržište treba razlikovati od takozvanih drugih tržišta koja se organizuju na većini berzi i koje je takođe berzansko režište. Na njemu se kotiraju hartije koje ne ispunjavaju uslove za kotiranje na zvaničnom tržištu. Da bi hartije mogle da se kotiraju na njemu, moraju, takođe da ispune berzanskim pravilima predviđene uslove, koji su blaži nego uslovi zvaničnog tržišta. Na njemu se kotiraju hartije mladih, naprednih i perspektivnih društava, koja još nijesu ispunila uslove za zvanično tržište. Zato ovo tržište vrši funkciju pripreme za kotiranje na zvaničnom tržištu. I kursevi sa ovog tržišta se objavljuju, ali se ne uzimaju kao zvanični, zato se ono često zove i nezvanično ili neslužbeno tržište. Naš zakon o berzama razlikuje berzansku i vanberzansku (regulisanu i slobodnu trgovinu). Po njemu „Berzanska trgovina obuhvata sve ugovore o prodaji tržišnog materijala kojim se trguje na berzi, zaključenih za berzanskim pultom, između brokera berze, kao posrednika i brokera članova berze, kao kupaca odnosno prodavaca, na način i pod uslovima utvrđenim pravilima i drugim aktima berze” (član 55). Regulisana vanberzanska trgovina obuhvata sve kupoprodajne ugovore koji su zaključeni neposredno između članova berze i/ili nezavisnih brokera, bez posredovanja brokera berze, van berzanskog pulta, bez obzira da li se

„tržišni materijal” na koji glasi kotira ili ne u berzi, ali pod pravnim režimom koji važi za berzansku trgovinu (član 56). Slobodna vanberzanska trgovina obuhvata sve kupoprodajne ugovore između nezavisnih brokera i između nezavisnih brokera i brokera članova berze zaključenih van berzanskog pravnog režima trgovine. U slobodnoj vanberzanskoj trgovini mogu da učestvuju i neregistrovani slobodni brokeri koji nemaju dozvolu upravnog odbora berze za obavljanje berzanske trgovine.

Za razliku od berzanskog vanberzansko tržište nije fizičko mjesto. To je mreža brokera i dileri i ne postoji neki tačno locirani prostor za sučeljavanje ponude i tražnje kao što je kod berzi sala za Trgovanje. Međutim, treba reći da savremeno berzansko poslovanje, usled razvoja kompjuterske tehnologije, sve manji značaj pridaje mjestu berzanske trgovine. Zahvaljujući razvoju tehnologije uskoro se neće govoriti za neki predmet trgovanja da ima matičnu berzu, ili da je neka transakcija zaključena na određenoj berzi, već da se nečim trgovalo i da je transakcija zaključena u određenoj mreži²⁴.

Vanberzansko tržište karakteriše mogućnost svih vlasnika hartija od vrijednosti bilo fizičkih, bilo pravnih lica da učestvuju u procesu trgovanja kao i posrednika i finansijskih institucija (brokeri, dileri, banke, investicioni fondovi i drugi).

Znači za razliku od berze na kojoj se promet hartija od vrijednosti vrši samo na preduzetničkoj osnovi na vanberzanskom tržištu promet hartija od vrijednosti se vrši na preduzetničkoj, ali i na nepreduzetničkoj osnovi, tj. kao građanskopravni promet.

²⁴ Dvije čikaške i jedna pariska i jedna londonska berza su stvorili mrežu pod imenom GLOBEX. Članovi ovih berzi imaju mogućnost sa svake od njih da trguju na bilo kojoj drugoj berzi koja se nalazi u mreži.

Na vanberzanskim tržištima samoregulaciju uglavnom sprovode razna strukovna udruženja čiji su članovi učesnici na tržištu.

Kategorija vanberzansko tržište se može klasifikovati na dvije vrste: institucionalizovano vanberzansko tržište i neinstitucionalizovano vanberzansko tržište, takozvano naknadno (privremeno) sekundarno tržište, koje funkcioniše na bazi aukcija ovlašćenih banaka i koje predstavlja prelazni oblik tržišta na putu ka njegovoj institucionalizaciji.

Najpoznatije institucionalizovano OTC tržište je mreža brokera i dileru koji pripadaju nacionalnom udruženju dileru hartijama od vrijednosti (National Association of Securities Dealers - NASD)²⁵. Brokeri ili dileri iz ovog udruženja, moraju biti registrovani kod Sec-a, a isto tako njihovo članstvo se briše ukoliko krše elementarna pravila rada na OTC tržištu. Takođe, oni ne postaju članovi NASD-a po automatizmu (kad se registruju od strane SEC-a), već moraju podnijeti zahtjev za članstvo, snositi utvrđene troškove i proći određenu provjeru stručnosti, slično kao i kod berzi. Po mišljenju jednog broja autora između ovog tržišta i berzanskog tržišta u praktičnom radu i nema nekih značajnih razlika. Današnja Američka efektna berza (American Stock Exchange, AMEX) u Njujorku nastala je od uličnog tržišta ispred Njujorške efektne berze, poznatije kao Vol Streit.

Sekundarno tržište u većini zemalja se sastoji od jedne ili određenog broja organizovanih berzi i vanberzanskog tržišta, na kome se obavlja cjelokupno trgovanje koje se ne

²⁵ Značaj ovog tržišta najbolje predstavlja podatak da je u Americi u njegovoj mreži preko 6.400 brokersko dilerskih firmi, i da se na njemu trguje sa 30–40 hiljada različitih akcija. Pretpostavlja se da obim trgovine na ovom tržištu iznosi preko 30 puta više od ukupnog prometa na svim berzama Amerike zajedno.

obavlja na berzama. Pravni osnov za organizovanje ovakvog tržišta hartija od vrijednosti kod nas nalazimo u članu 4. ZHV:

„Trgovinom hartijama od vrijednosti, u smislu ovog zakona, smatra se prodaja odnosno kupovina hartija od vrijednosti između emitenta i kupca neposredno ili preko posrednika (u daljem tekstu: primarno tržište) i svaka naredna kupovina i prodaja hartija od vrijednosti između imaoca i kupaca hartija od vrijednosti neposredno ili preko posrednika”.

Naime, u citiranom članu ne opredjeljuje se oblik preduzetnika koji posreduje u trgovini hartijama od vrijednosti, tj. ne insistira se na njegovom svojstvu „berzanskog” posrednika, što bi predpostavljalo postojanje berze kao jedinog, isključivog oblika tržišta hartija od vrijednosti.

Međutim, Zakon o hartijama od vrijednosti RCG predviđa da poslove tržišta hartija od vrijednosti obavljaju samo berze²⁶. Što znači da poslije donošenja ovog zakona u Crnoj Gori više nije moguće obavljati vanberzansku trgovinu hartijama od vrijednosti.

Pravni poredak ove republike je dakle propisao ograničenje u pogledu vrste tržišta na kome je isključivo dopušteno zaključivati punovažne ugovore o kupoprodaji određene vrste predmeta trgovanja. Ovo nije usamljem slučaj u uporednom pravu²⁷.

²⁶ Donošenjem ovakve odredbe zakonodavac je vjerovatno želio da u ovim početnim godinama razvoja finansijskog tržišta poveća njegovu zaštitu i transparentnost. Mislimo da ovakvo rješenje nije dobro jer pored berze, treba stvoriti uslove za kreiranje još jednog oblika institucionalizacije tržišnog ambijenta za hartije od vrijednosti, koji bi isto kao i berza, obezbjeđivao fer i korektne uslove za promet hartija od vrijednosti, ali bi, za razliku od nje, bio manje komplikovan i znatno bi proširio krug potencijalnih učesnika ovog prometa, obuhvatajući njime ne samo privredne, već i neprivredne subjekte – fizička lica.

²⁷ Zakon o tržištu hartija od vrijednosti Poljske iz 1991. dopušta kupoprodaju hartija od vrijednosti isključivo na berzi uz neznatne izuzetke.

3. SUBJEKTI OVLAŠĆENI ZA TRGOVINU NA BERZI

3.1 Uvodne napomene

Pristup berzi nije apsolutno slobodan. U praksi pojedinih berzi primjenjuju se različita pravila, koja uređuju pristup berzi.

U uporednom berzanskom pravu razlikuju se tri grupe subjekata koji istupaju na berzi:

- članovi berze,
- berzanski posrednici i
- berzanski službenici.

Pored njih, berzanskom sastanku mogu da prisustvuju i posjetioци (gosti), kojima to odobri ovlašćeni službenik berze.

U našem berzanskom pravu u smislu Zakona o berzama razlikujemo: osnivače (član 8.), akcionare (član 11, 28, i 29), berzanske posrednike (član 3, 74-93), učesnike (član 43. - 50), članove (član 42) i posjetioce.

3.2) Članovi

Članovi berze su pravni subjekti koji imaju pravo i dužnost učestvovanja u njenom upravljanju i finansiranju, te pravo vršenja berzanskih poslova u cilju sticanja dobiti.

Članovi berze imaju svoje mjesto na berzi i svi koji nijesu članovi mogu poslovati isključivo preko njih. Članstvo se plaća i može se kupiti i prodati²⁸.

Članovi nepostoje u svakoj finansijskoj berzi već samo u onoj koja ima organizacioni oblik udruženja ili trgovačkog društva. U uporednom pravu ovaj organizacioni oblik prihvataju anglosaksonske države (SAD, Velika Britanija,

²⁸ Berza se osniva kao akcionarsko društvo u skladu s odredbama Zakona kojim se uređuju preduzeća i odredbama ovog zakona (član 47 ZHV RCG).

Berza se osniva kao akcionarsko društvo, u skladu sa Saveznim zakonom kojim se uređuje osnivanje i poslovanje preduzeća, ako ovim zakonom nije drukčije određeno (član 7 ZBBB SRJ)

Australija. . .), i naša zemlja²⁹. U ovim zemljama članovi berze su ujedno i berzanski posrednici, koji posluju na berzanskom tržištu ili kao dileri (i stupaju u svoje ime i za svoj račun prema klijentima i na preprodaji tzv. tržišnog materijala i razlici u cijeni zarađuju) ili kao brokeri (istupaju kao zastupnici ili komisionari i zarađuju na osnovu usluga koje vrše za svoje klijente). Pošto u ovim berzama država nema upravljačkih prava, one mogu da se nazovu samostalnim berzama. U germanskom sistemu članovi berze i berzanski posrednici su različita lica. Članovi (a to su samo banke i druge finansijske organizacije) imaju pravo da posluju na berzanskom tržištu isključivo preko posrednika (državni službenici - fizička lica koje imenuje država i koji ne mogu da stupaju u neposredan odnos sa klijentima - posjetiocima, već isključivo preko članova. Pošto u ovim berzama pored članova i država ima upravljačkih prava one se nazivaju polusamostalnim berzama. U romanskom sistemu postoje samo berzanski posrednici, koji imaju isti status kao i posrednici u germanskom sistemu, s tim što neposredno posreduju između klijenata - posjetioca berze pod upravom i nadzorom države. Zbog jakih upravljačkih prava države, ove berze mogu da se uslovno nazovu nesamostalnim berzama. Takav je slučaj sa Francuskom, Italijom,

²⁹ Tako na primjer članovi njujorške berze su specijalisti, brokeri na parketu, komisioni brokeri trgovci na parketu, dileri rasparenim partijama i brokeri obeznica. Učešće na parketu u trgovini hartijama od vrijednosti koje kotiraju na NYSE mogu imati samo članovi. Na kraju 1999. godine NYSE je imala 1422 člana, uključujući 366 članova koji imaju vlastito „sjedište“ (sead). Ovaj broj od 1366 članova sa vlastitim „sjedištem“ nije se mijenjao od 1953. godine. Kupoprodaja „sjedišta“ između članova vrši se tokom godine, pri čemu se godišnje obavi preko sto transfera i to prodajom ili iznajmljivanjem. Krajem 1999. godine 56 pojedinaca, u svojstvu članova NYSE plaćali su godišnju članarinu i bili ovlašćeni da fizičkim ili elektronskim putem pristupe na parket Berze (trading floor) cijena „sjedišta“ u gotovini kod transfera dostigla je rekordnih 2,65 miliona dolara u avgustu 1999. godine.

prof. dr Miloš R. Kastratović „Berzansko poslovanje sa osvrtom na aktivnosti Njujorške berze“, Finansije br. 1–2/2000 str. 142.



Belgijom, Španijom, Portugalijom, Poljskom. U Francuskoj su funkciju berzanskih posrednika preuzela berzanska društva, koje nijesu državne službe, već čista trgovačka društva, čime se ova zemlja približava konceptu samostalnih berzi.

U berzanskom pravu koje važi za područje Republike Srbije član berze može biti samo pravno lice koje je istovremeno registrovano i kao berzanski posrednik (a to mogu biti i investicioni fondovi i takozvani drugi berzanski posrednici brokerskog i dilerskog načina trgovine; eskontne firme, lombardne firme, žiro-firme, zalagaonice, menjačnice, otkupne firme - koje su specijalizovane za otkup ukupne emisije hartija od vrijednosti i brokersko-dilerske firme). Izuzetno, član finansijske berze može biti i banka, Poštanska štedionica i osiguravajuće društvo, koji dobiju saglasnost narodne banke za obavljanje berzanske trgovine (iako nijesu registrovani kao berzanski posrednici, budući da to mogu biti već po samom zakonu.

U članu 50. ZHV RCG predviđeno je da berzu može osnovati najmanje osam osnivača, odnosno, berza mora imati najmanje toliki broj akcionara. Akcionari berze mogu biti članovi berze i druga lica.

Odluku o sticanju i gubljenju svojstva člana berze donosi Upravni odbor berze (isto važi i za dozvolu za trgovinu na berzi brokeru člana berze i nezavisnom brokeru, uz polaganje propisanog garancijskog depozita). Član berze ima pravo korišćenja slobodnog berzanskog prostora i raspoložive berzanske opreme. Član berze plaća berzi godišnju članarinu, a na poslove zaključene na berzi (preko brokera berze, preko brokera članova berze, ili takozvanih nezavisnih brokera koje su berzanski posrednici ovlastili za tzv. vanberzansku trgovinu), plaća brokersku proviziju.

3.3 Berzanski posrednici

Berzanski posrednici su lica koja su u berzi ovlašćena da zaključuju berzanske poslove za svoj račun, za račun svojih klijenata ili da posreduju pri njihovom zaključivanju.

Obavljanje berzanskih poslova je složena i delikatna aktivnost jer direktno tangira određene kriterijume stručnog karaktera i posebnih kvaliteta. Naime, ljudi koji su ovlašćeni za obavljanje berzanskih poslova moraju ispunjavati stroge uslove propisane zakonskom regulativom, pravilima berze, statutom berze, itd., a ti se uslovi odnose na detaljno i temeljno poznavanje berzanskog tržišta, odnosno polaganje određenih ispita, na državljanstvo dotične zemlje, gdje berza ima sjedište (lokaciju), da nijesu pod stečajem, da imaju određeni minimalni kapital.

Kao predmet djelatnosti berzanskog posrednika kao samostalnog specijalizovanog privrednika ovlašćenog da zaključuje pravne poslove na berzi i van nje u osnovi može smatrati slijedeće:

- trgovina hartijama od vrijednosti,
- pružanje savjetodavnih usluga u vezi sa emisijom i trgovinom hartijama od vrijednosti.
- čuvanje hartija od vrijednosti,
- vođenje portfelja hartija od vrijednosti za račun korisnika usluga,
- drugi poslovi u vezi sa trgovinom hartijama od vrijednosti.

Savremeni razvoj funkcije berzanskog posredovanja, međutim, donosi berzanskim posrednicima i mogućnost da se bave i bankarskim poslovima, posredno prikupljanje slobodnih novčanih sredstava. U tome je i smisao demonopolizacije učesća na berzi, posebno u zemljama u kojima ne postoji stroga odvojenost poslovanja sa hartijama od vrijednosti (investi-

ciono bankarstvo) od depozitnog - kreditnog poslovanja (komercijalno bankarstvo). Mogući konflikt interesa u poslovanju banaka između kreditne funkcije i investicione funkcije riješen je kod nas tako što su banke, Poštanska štedionica i osiguravajuća društva koja su dobila saglasnost Narodne banke da se mogu baviti trgovinom na finansijskoj berzi dužni da obezbijede posebni organizacioni dio za obavljanje posredničkih poslova i posebnu evidenciju u poslovnim knjigama o poslovanju tog organizacionog dijela.

Radi legalnog obavljanja poslova, berzanski posrednik mora da posjeduje prostorije za čuvanje dokumentacije, ukoliko fizički vodi portfelj svojih klijenata. Takođe, mora da ima trezor ili sef, kao i da uvid u dokumentaciju bude lako pristupačan. Ako se trezor ili sef nalazi kod neke druge institucije specijalizovane za tu djelatnost mora da bude zaključen ugovor sa tom institucijom iz koga se jasno vidi da sva dokumentacija koja se nalazi u tom sefu ili trezoru pripada brokero-dilerskoj instituciji koja ih je zakupila.

Saglasno različitim organizacionim tipovima berze, različiti su i berzanski posrednici ali se način njihovog istupanja prema trećim licima pri zaključivanju berzanskih poslova mogu grupisati u tri grupe. Prvo, oni mogu da istupaju kao komisionari svojih klijenata. Tada oni zaključuju berzanske poslove u svoje ime a za račun klijenata (komitenata, nalogodavaca), neotkrivajući njihova imena trećim licima, kao drugim ugovornim stranama. Na ovaj način obično istupaju berzanski agenti, odnosno berzanska društva u francuskim berzama.

Drugo, oni mogu da istupaju kao zastupnici svojih klijenata. Tada oni zaključuju berzanske poslove u ime i za račun klijenata, saopštavajući njihova imena trećim licima.

Treće, oni mogu da istupaju kao pravi trgovački posrednici. To znači da oni mogu samo da dovedu u vezi svog kli-

jenta sa trećim licem radi zaključenja berzanskog posla. Taj posao potom neposredno zaključuju strane koje su dovedene u vezu.

Ovo su rješenja koja su usvojena Saveznim zakonom o berzama koja nijesu uobičajena u berzanskom svijetu jer je predvidio da su berzanski posrednici brokerskih načina zastupnici svojih klijenata. Mnogo je bolje rješenje usvojeno Zakonom o hartijama od vrijednosti RCG³⁰ koja berzanske posrednike naziva ovlašćenim učesnicima³¹ na tržištu hartija od vrijednosti.

Treba praviti razlike između kategorije: „berzanski posrednik” u smislu člana 3. i 74. - 93. Zakona o berzama, berzanskom poslovanju i berzanskim posrednicima i kategorije „posrednik” u smislu člana 813. - 826. ZOO.

Pojam „berzanski posrednik” je sadržinski i širi, iako to tako neizgleda na prvi pogled, od pojma posrednik. Dok trgovački posrednik samo dovodi ugovornike u vezi, bez ovlašćenja da za njihov račun zaključi ugovor, dotle berzanski posrednik može da istupa na jedan od tri opisana načina. Način na koji će da istupa prema trećem licu uređuje se ugovorom. koji on zaključuje sa klijentom (ugovor o nalogu) u skladu sa pravilima berze u kojoj on posluje. Zbog različitih pravila, na pojedinim berzama posrednik nema pravo da istupa na sva tri načina alternativno, već samo na jedan ili možda dva načina.

³⁰ Poslovi sa hartijama od vrijednosti koje obavljaju ovlašćeni učesnici u smislu ovog Zakona su: 1) posredovanje u kupovini i prodaji hartija od vrijednosti po nalogu klijenta (u svoje ime za tuđ računa), uz naplatu provizije (brokerski poslovi); 2) trgovina hartijama od vrijednosti u svoje ime i za svoj račun radi ostvarivanja razlike u cijeni (dilerski poslovi).

³¹ Poslove sa hartijama od vrijednosti obavljaju ovlašćeni učesnici na tržištu hartija od vrijednosti kojima je jedina djelatnost obavljanje tih poslova u skladu sa dozvolom za rad. Ovlašćeni učesnici osnivaju se kao akcionarska društva u skladu sa odredbama zakona kojima se uređuju preduzeća i odredbama ovog zakona. Izuzetno od stava 2 ovog člana poslove investicionog savjetnika može obavljati pravno lice osnovano i kao društvo sa ograničenom odgovornošću ili fizičko lice (član 63 ZHV RCG).

Pored berzanskih posrednika u berzama često postoje i trgovci (preprodavci). Oni u berzama trguju (preprodaju) za svoj račun predmete berzanske trgovine, ostvarujući profit na razlici u cijenama.

Za razliku od članova, kojih nema u nesamostalnim berzama, berzanski posrednici funkcioniraju na svim berzama.

Prema našem Zakonu o berzama, berzanski posrednici su pravna lica, odnosno posredničke firme (u obliku akcionarskog društva) koje se osnivaju za obavljanje određenih posredničkih poslova u berzanskom i vanberzanskom trgovanju. Za razliku od berze, akcije berzanskih posrednika donose dividendu i mogu glasiti na ime. Opredjeljujući ponudu i tražnju na organizovanom tržištu, berzanski posrednici direktno utiču na utvrđivanje cijene tržišnog materijala. Kao osnivači berzanskog posrednika može se pojaviti širok krug lica. To su sva domaća pravna lica i strana pravna lica (pod uslovom uzajamnosti). Međutim, fizička lica mogu biti osnivači samo berzanskog posrednika koji se bavi isključivo brokerskim načinom trgovine.

Da bi se zaštitili povjerioci i treća lica, Zakonom je propisano kojom imovinom za svoje obaveze odgovara posrednik i u kom slučaju mogu odgovarati i njegovi akcionari.

Tehnologija poslovanja berzanskog posrednika utvrđena je posebnim pravilima (koja podliježu verifikaciji od strane Komisije za hartije od vrijednosti i finansijsko tržište), kojim se, pored ostalog, utvrđuju način zaključivanja i izvršavanja poslova, odnos berzanskog posrednika sa javnošću i sprečavanje štetnog špekulativnog i drugog nezakonitog ponašanja.

Berzanski posrednik u posredovanju ne smije da daje pogrešne savjete i preporuke koje su bitne za donošenje odluka o investiranju i za jačanje povjerenja u finansijsko tržište, jer time on čini grube nepravilnosti i ozbiljno kršenje zakonskih

i etičkih normi. Berzanski posrednici u posredovanju moraju se ponašati profesionalno, tačno i objektivno, a u interesu klijenata i integriteta tržišta, pri čemu rizike u poslovanju moraju da svedu na minimum, kao i da svim klijentima obezbijede ravnopravan tretman. (Komisija za HOV i F. T. 38. sjednica od 15. 05. 1998. godine).

Kad se govori o berzanskim posrednicima treba naglasiti značaj, „market maker” -a.³² kao veoma poznatih i renomiranih dilersko-brokerskih posredničkih firmi. Te firme rade u svoje ime i za svoj račun, tj. formiraju svoj portfelj hartija od vrijednosti, drže ih na duži rok, te time preuzimaju ne samo staranje o stabilnosti tržišta sa tim hartijama od vrijednosti, već preuzimaju i kontrolu nad njihovim cijenama. Iz tih razloga ove dilerske firme mnogi nazivaju kreatorima tržišta. One istovremeno rade i kao agenti u ime i za račun svojih klijenata.

Treba reći da su u savršenim uslovima primjene kompjuterske tehnologije, izmijenio način funkcionisanja tržišta hartija od vrijednosti. Elektronske trgovinske mreže omogućavaju kupcima i prodavcima da se povežu direktno, bez posredovanja berzi i brokera

3.4 Ostali učesnici

Berzanski službenici su fizička lica, koja u berzanskoj zgradi radi u ime berze i njenih članova. Kako su berza i njeni članovi kod nas pravna lica, oni poslove vrše preko svojih službenika. Zakon o berzama reguliše berzanske službenike u okviru dijela o „učesnicima na berzi” nazivajućih ih brokerima.

Prema preporuci FIBV-a³³ zaposleni na berzi treba da budu pripremljene i odgovarajuće osobe, bez istorije nedozvoljenih aktivnosti. Očekuje se da zaposleni budu obučeni i da demo-

³² Zbog njihove velike uloge koje imaju u trgovini često ih zovu i „broker brokera“.

³³ FIBV – Međunarodna federacija berzi.

nstriraju kompetentnost koja odgovara njihovoj profesionalnoj poziciji.

Prema preporuci FIBV-a, tržišni učesnici treba da potvrdu o svakoj transakciji uputi klijentu, kao dokaz korektno obavljenog posla. Takođe, tržišni učesnik podnosi izvještaj o finansijskom stanju, na klijentov zahtjev.³⁴

Posjetioци (gosti). Trgovanju na berzi mogu da prisustvuju posjetioци, kojima to dozvoli ovlašćeni službenik berze. U našim berzama za izdavanje dozvole ovlašćen je Upravni odbor, koji to ovlašćenje može da prenese na direktora (član 49. ZBBB). Posjetioци nemaju pravo da učestvuju u trgovanju i dužni su da poštuju berzansku disciplinu. U suprotnom, lice, koje im je odobrilo posjetu, može da ih udalji iz berzanske sale. Najčešće se kao posjetioци pojavljuju novinari radi izvještavanja javnosti o berzanskim događajima, ali to mogu da budu i stručna lica, kandidati za učlanjenje u berzi, pa i svaki znatiželjnik. Oni predstavljaju javnost kada prisustvuju berzanskom sastanku.

Klijenti člana berze - berzanskog posrednika. To su pravna i fizička lica koja svoje interese na berzi, najčešće u vezi sa prodajom ili kupovinom određenog tržišnog materijala, kojim se na berzi trguje, ostvaruju osiguravajući usluge berzanskog posrednika. Ne može svako lice da bude klijent berzanskog posrednika, već samo ono koje:

- ispuní uslove za sticanje statusa klijenta propisane u pravilima berzanskog posrednika, putem kojih posrednik ocjenjuje podobnost konkretnog lica za sticanje svog statusa i

- zaključi ugovor o angažovanju usluga berzanskog posrednika (ugovor o nalogu, odnosno ugovor o posredovanju, trgovinskom zastupanju ili ugovor o komisionu).

³⁴ Godišnja skupština Međunarodne federacije berzi održana od 3–oktobra 2000. godine, u Brisbeju.

Tek nakon ispunjenja navedenih uslova, klijent može da izda potrebne naloge za prodaju ili kupovinu konkretnog tržišnog materijala.

4. VRSTE BERZANSKIH POSLOVA

U pravnoj literaturi postoji više podjela berzanskih poslova na različite vrste u zavisnosti od kriterijuma koji se uzimaju kao mjerodavni, naravno, na svim berzama se ne obavljaju svi poslovi već to zavisi od zakonodavne i autonomne regulative, razvijenost berzanskog tržišta kao i od snalazljivosti učesnika u berzanskoj trgovini u njihovom poslovnom oblikovanju.

1. Za berzansko pravo najznačajnija je podjela berzanskih poslova s obzirom na kriterijum trenutka ispunjenja posla, odnosno prema vremenu dospelosti obaveza iz berzanskih poslova, pa se razlikuju:

a) promptni (cassa, dnevni), poslovi su oni poslovi koji se izvršavaju odmah po njihovom zaključenju ili u jednom, berzanskim pravom određenom, kratkom roku nakon toga (najčešće u roku od 5 dana).

b) terminski (ročni) poslovi su oni poslovi koji se izvršavaju poslije roka utvrđenog za dnevni posao. Kod ovih poslova ugovorne strane utvrđuju termin izvršenja, već u času zaključenja, s tim što njihovo ispunjenje (uslovni ili безусловni) odlažu do isteka unaprijed određenog termina (rok).

c) produžni (prolongacijski), kod kojih se rok za izvršavanje obaveza naknadno produži na osnovu saglasnosti strana, ili na osnovu ovlašćenja - prava opcije jedne strane.

d) reportni poslovi, zapravo su promptni poslovi, s tim da je istovremeno ugovorena obaveza povratne kupovine iste količine hartija od vrijednosti. (radi se o istovjetnosti predmeta

ispunjenja po rodu). Njihova suština je u kreditiranju, s tim da se na ovaj kredit, koji je obezbijeđen hartijama od vrijednosti određenim po rodu (slično zalozi) ne plaća kamata, već posebna naknada - report. Onaj ko pozajmljuje novac je potpuno obezbijeđen. On može u slučaju potrebe da angažuje sredstva, založiti vrijednosne papire, a čak iako njihova vrijednost padne, onda je ugovorom njen berzanski komitent dužan da odmah nadomjesti tu razliku, jer se ugovorni odnos i zasniva samo ako je on kreditno sposoban.

2. Prema cilju (kauzi) koji ugovornici, prvenstveno kupci, žele da njima ostvare, berzanski poslovi se dijele na stvarne i špekulativne. Ova podjela je pravno, a naročito ekonomski najznačajnija. Razlikuju se:

a) efektivni (stvarni) poslovi koji se zaključuju pod pretpostavkom da će se zaista izvršiti in naturam, i to kupac isplatom cijene, a prodavac isporukom hartije.

b) diferencijski (špekulativni)³⁵ poslovi, kod kojih je namjera ugovorne strane da se ostvari razlika u cijeni tržišnog materijala sa kojom se trguje, do koje dolazi usled njihovih promjena u prostoru i vremenu, a ne da se preuzete obaveze izvrše u naturi. Suština te špekulativnosti nije u fizičkom preuzimanju bilo hartija od vrijednosti, bilo roba koje istina, ponekad i mogu koindiciirati sa isplatom kursnih razlika koje su krajnji rezultat ovakvog berzanskog posla. One su nagrada špekulantu za uspješno predviđanje kretanja cijena robe sa kojom se trguje. Razlikuje se špekulacija u prostoru i špekulacija u vremenu. Poslovi koji sadrže špekulaciju u prostoru nazivaju se arbitražnim poslovima, a oni koji sadrže špe-

³⁵ Primjer za špekulativne poslove su mnogi terminski, odnosno premijski poslovi. Špekulativni poslovi odnose se isključivo na iskorišćavanje razlika u cijeni ili kursu između momenta kupovine i momenta prodaje, i u kojima, inače, ne postoji stvarna namjera da se predmet kupovine ili prodaje isporuči ili preuzme.

kulacije u vremenu nazivaju se pravim špekulativnim poslovima. Pravni značaj ove podijele je u tome što su vremenski špekulativni poslovi zabranjeni u mnogim berzama i mnogim zemljama, tako da su usled toga ništavni.

Špekulanti koji očekuju porast cijena nazivaju se hosisti. Investitor, koji špekuliše sa porastom berzanskog kursa - odmah kupuje ovu robu, da bi je kasnije, kada cijena skoči - ponovo prodao i ostvario razliku u cijeni. U angloameričkoj berzanskoj terminologiji ovakvi investitori nazivaju se „bik” (bull). Ako se pretpostavlja pad cijena investor koji špekuliše sa padom cijena i koji se zove besist, odmah prodaje robu, da bi je kasnije, kada cijena padne, ponovo kupio i ostvario razliku u cijeni. U angloameričkoj berzanskoj praksi ovakvi investitori nazivaju se „medved” (bear).

3. Prema kriterijumu mogućnosti amortizovanja (neutralisanja) rizika špekulacije, špekulativni berzanski poslovi se dijele na:

- a) „hedging” (pokrivene) berzanske poslove;
- b) opcijske berzanske poslove.

Kod hedging osiguranje protiv rizika gubitka zbog nepovoljnog kretanja berzanskih kurseva, vrši se zaključenjem kompenzacionog posla sa obrnutom ugovornom stranačkom pozicijom. Eventualni gubitak po jednom poslu, ublažava se ili u potpunosti pokriva dobitkom iz drugog posla, koji se naziva posao „pokriće”.

Opcijski poslovi stvaraju, obično, jednoj ugovornoj strani pravo izbora (opcije), mogućnosti da odluči dali će njena prava i obaveze iz berzanskog ugovora o prodaji nastati ili ne, ili da na razne načine modifikuje ispunjenje obaveza iz tog ugovora. Tako uslovljen berzanski posao može biti:

- sa prostom premijom, kad jedna ugovorna strana zadržava pravo da odustane od izvršenja ugovora, ili

- sa dvojnomo premijom, kad jedna strana zaključi dva posebna terminska ugovora s prostom premijom, pa je u jednoj kupac, a u drugoj prodavac, ili

- eskontni opcijski posao, kad jedna ugovorna strana plaćajući izvjesnu premiju, može zahtijevati izvršenje ugovora i prije ugovorenog roka. Sličan opcijskom poslu je stelažni berzanski posao. Sastoji se u tome što kupac, zaključujući ugovor, unaprijed određuje prodavcu premiju i stiče pravo prema prodavcu da o roku preuzme, po izvjesno višem kursu, tržišni materijal, ili da po izvjesno nižem kursu isporuči istu količinu tržišnog materijala. Kod stelaže je glavno tačno predvidjeti i odrediti donje i gornje limite, preko kojih će kurs tržišnog materijala porasti ili pasti, jer kupac samo u tom slučaju može ostvariti dobit. Prodavac stelaže, pored provizije koju u svakom slučaju dobija, može postići i zaradu samo ako kurs na dan izvršenja ugovora ne izađe iz limitiranog. Kod stelažnog ugovora nema odustanka kao kod opcionog ugovora, jer kupac mora ispuniti jednu od ovih djeju alternativa.

4. S obzirom na način izvršenja, razlikuju se:

a) neposredni poslovi, kod kojih strane izvršavaju svoje obaveze neposredno i jedna prema drugoj, bez obzira kako su zaključeni a putem berze ih samo registruju.

b) klirinški poslovi, koji se realizuju po principu preuzimanja ili isporučuje u određeno vrijeme, na određenom mjestu pozitivni ili negativni saldo (diferenciju) posla, najčešće preko ovlašćene obračunske organizacije - banke (claring house).

5. Prema broju prodajnih ugovora koje u sebi sadrže, berzanski poslovi se dijele na proste i složene. Prosti (jednostavni) poslovi se sastoje samo od jednog ugovora o prodaji robe. Takva je većina berzanskih poslova. U njih spadaju kako dnevni, tako i ročni poslovi. Složeni poslovi u sebi sadrže dva ili više ugovora o prodaji efekata, koji su uzajamno tako

povezani, da se stvarna kauza obaveze jednog ugovornika u jednom poslu nalazi u izvršenju obaveze drugog ugovornika u drugom poslu. Takvi su arbitražni i produžni (odložni ili reportni) berzanski poslovi.

5. NAČIN ZAKLJUČENA BERZANSKOG POSLA

5.1 Uvodne napomene

Berzanski poslovi razlikuju se od ostalih poslova privrednog (trgovinskog) prava, pored ostalog, i po načinu njihovog zaključivanja između stranaka.

Berzanski poslovi mogu da se zaključuju neposredno i posredno. Pravo na neposredno zaključivanje berzanskih poslova imaju samo članovi berze. Ostala lica mogu da zaključuju berzanske poslove samo preko berzanskih posrednika.

Zaključenju berzanskog posla prethodi zaključenje ugovora o nalogu ili ugovora o komisijonu između subjekata koji je zainteresovan da proda ili kupi predmet tržišnog materijala na berzi - klijenta člana berze i brokera člana berze. Tom prilikom investitor koji želi da kupi ili proda hartije od vrijednosti je dužan da sa brokerom utvrdi uslove pod kojima želi da se njegov nalog izvrši. Tek na osnovu ovog ugovora, broker člana berze zaključuje berzanski posao (ugovor o prodaji predmeta tržišnog materijala) sa brokerom drugog člana berze. Način njihovog zaključivanja i izvršavanja uređuje sa pravilima berze, berzanskim usansama i berzanskim poslovnim običajima. Mjesto i vrijeme njihovog zaključivanja i izvršavanja vezuje se za sjedište berze i dan održavanja berzanskog sastanka.

5.2. Nalog (pojam i pravna priroda)

Prva radnja u proceduri zaključivanja berzanskog posla je nalog (ponuda) za zaključenje posla. Berzanski nalog je

nalog koji klijent (nalogodavac) daje berzanskom posredniku (nalogoprimcu) da mu proda ili kupi određeni tržišni materijal u berzi.³⁶

Po svojoj pravnoj prirodi berzanski nalog je opšta (javna) ponuda³⁷ za zaključenje ugovora, jer je upućena neodređenom broju učesnika kotacije (član 33. ZOO). Svaki drugi učesnik kome ona odgovara može da je prihvati, čime se nalog „izvršava” i zaključuje berzanski posao. Sa stanovišta nalogodavca, berzanski nalozi svih ostalih učesnika kotacije, koji se poklapaju sa sadržinom njegovog naloga, predstavljaju moguće prihvate njegove ponude za zaključenje posla. Koji od tih prihvata će da dovede do zaključenja posla, zavisi od berzanskih pravila o kotaciji.

Nalog može da ima usmenu i pismenu formu. Većina berzi prihvata obje forme naloga, s tim što obavezuje nalogodavca da svoj usmeni nalog kasnije pismeno potvrdi.

5.3 Sadržina naloga

Berzanski nalog treba da sadrži bitne elemente oba ugovora čijem zaključenju služi. Pored njih on može da sadrži i niz drugih elemenata kojima se ti poslovi prilagođavaju klijentovim potrebama. Moraju biti sadržani podaci o:

- članu berze;
- vrsti posla (da li se radi o prodaji ili kupovini);
- vrsti tržišnog materijala koji je predmet posla. Hartije koje klijent želi da kupi ili proda, mora da u nalogu bude određena baš onako kako se notiraju u kursnoj listi, da bi se izbjegla svaka mogućnost da ih posrednik pomiješa sa nekim drugim hartijama;

³⁶ JUGLART MICHEL et IPPOLITO BENJAMIN – *Traité de droit commercial*, tome 7. BANQUES et BOURSES, 3. ed. par LUCIEN, M. MARTIN, 1991.; str. 797.

³⁷ Prema članu 39 Pravila Nove berze hartija od vrijednosti Crne Gore, ponude za zaključenje berzanskih poslova se unose u sistem trgovanja u obliku naloga.

- vrijeme važenja naloga nije njegov bitan elemenat, ali je korisno da se odredi. Ako ono nalogom nije određeno, primjenjuju se dispozitivna pravila berze. Nalog se najčešće vezuje za određeni broj berzanskih dana ili za određeni datum. Najčešće, maksimalni rok obaveznosti naloga iznosi mjesec dana od dana kada je upućen drugoj strani. Ako se nalog ne realizuje do isteka određenog roka, on se gasi;

- cijeni (koja može biti određena ili određiva);

- uputstvu o načinu izvršenja posla.

U praksi naših berzi formu, sadržinu, vrstu naloga, minimalni iznos na koji može nalog da glasi propisuje Upravni odbor berze.

5.4 Klasifikacija naloga

Nalozi se mogu klasifikovati na razne načine, zavisno od kriterijuma koji se odredi kao mjerodavan. Svaka berza svojim pravilima određuje vrstu naloga koje se u njoj primjenjuju, tako da ne postoje sve vrste naloga u svakoj berzi.

1. Prema vrsti transakcije razlikuje se:

- nalog za prodaju i

- nalog za kupovinu tržišnog materijala.

2. Prema kvantitativnom mjerilu nalozi se dijele na:

- naloge, koji se odnose na posao čiji je predmet pojedinačna hartija od vrijednosti;

- naloge, čiji je predmet zbir, skup, svežanj (blok), odnosno zbirna hartija od vrijednosti - takozvani blok nalozi, čijom se realizacijom zaključuju blok - berzanski poslovi i

- naloge, čiji je predmet određena jedinica mjere tržišnog materijala - „lot” i dr.

- rasparene lotove hartija od vrijednosti.

3. S obzirom na vrijeme važenja na:

- dnevni nalog koji prestaje da važi s istekom dana u kome je podnjet;

- nedjeljni koji važi cijele nedjelje, s tim da prestaje u petak sa istekom radnog vremena;

- nalog do opoziva koji važi dok se ne opozove. Berzanska pravila ne dozvoljavaju „beskonačnu” otvorenost naloga pa se prolongiranje ovog naloga mora potvrđivati u propisanom vremenskim razmacima, koji se razlikuju od berze do berze.

4. Prema obimu slobode koju posrednik ima u ugovaranju cijena na:

- tržišni nalog koji predstavlja kombinaciju kupovnog i prodajnog naloga (i ako je popularniji kod naloga za prodaju), klijent ovdje ne specificira cijenu, već daje brokeru instrukcije da usmjeri svoje aktivnosti da se postignu najbolje moguće cijene tj. ostvarivanje najpovoljnijih uslova za klijenta. Ova vrsta naloga daje posredniku najširu slobodu ugovaranja kursa hartije;

- granični ili limitirani nalog znači da je cijena tačno određena ili je utvrđen cjenovni raspon. Granični kurs je najviši kurs koji je nalogodavac spreman da plati radi kupovine određene hartije, odnosno najniži kurs po kome je spreman da proda. Ovi nalozi nose rizik da ne budu izvršeni. Ukoliko posrednik zaključi posao pod povoljnim uslovima od onih iz naloga sva postignuta korist pripada klijentu (čl. 752. i 772. ZOO).

5. najčešći oblici - vrste specijalnih naloga su:

- stop nalozi,³⁸
- stop limit nalozi^{38/1}

³⁸ Stop nalog – nalog ne smije biti izvršen dok tržište ne dostigne naznačenu cijenu, i taj nalog u tom trenutku postaje tržišni nalog.

^{38/1} Ova vrsta naloga uvedena je da bi se izbjegla neizvjesnost ako cijene po kojoj se nalog izvršava, prisutne kod stop naloga. U stop limitiranom nalogu investitor navodi dvije cijene stop cijenu i limitiranu cijenu. To znači da ako se kasnije bude trgovalo hartijom od vrijednosti koja dostiže ili „probija” stop cijenu, nalog postaje limitirani nalog sa limitiranom cijenom

- sve ili ništa nalozi,³⁹
- na otvaranju berze nalozi,⁴⁰
- na zatvaranju berze^{40/1}
- nalozi za poništavanje datih naloga.^{40/2}

5.5 Izvršenje naloga

Nalog se može učiniti lično, putem punomoćnika, telefonom, telefaxom, pismom, telegramom, vezom preko računara. Ako posrednik prihvati nalog, automatski dolazi do zaključenja ugovora o nalogu između njega i klijenta. Ako ga odbije, posrednik je dužan da odmah o tome obavijesti klijenta, inače će se smatrati da je prećutno prihvatio nalog. (član 42. tačka 4. ZOO).

Broker berze dobijene naloge unose u kompjuterski sistem berze i objavljuje na berzanskoj tabli (ekranu). Nalog se može stornirati do momenta uparivanja sa drugim nalogom s tim što u samostalnim berzama za povlačenje i mijenjanje mora imati saglasnost posrednika. Na suprot tome, u polusamostalnim i nesamostalnim berzama klijent je ovlašten da poništi ili izmijeni dati nalog u svako doba s obavezom da o tome unaprijed blagovremeno obavijesti posrednika.

Pri izvršenju naloga za isti tržišni materijal po istoj cijeni daje se prednost nalogu u skladu sa slijedećim kriterijumima:

- ranije primljeni nalog ima prednost nad kasnije primljenim nalogom;

³⁹ Nalog sve ili ništa – izvršava se samo ako je moguće izvršiti cjelokupnu količinu na nalogu. Nalog za kupovinu ili prodaju može da bude izvršen jedino ako se steknu svi uslovi koji se u njemu navode. Ti uslovi precizno određuju rok do koga nalog važi, količinu, kao i minimalnu cijenu. On ne smije da bude izvršen ukoliko se navedeni uslovi nijesu istovremeno stekli, tako da je njihovo dejstvo kumulativno, a ne alternativno.

⁴⁰ Nalozi mogu da se daju sa željom da se trgovina obavi po cijeni otvaranja ili zatvaranja tržišta, odnosno u rasponu cijena kako su se kretala na otvaranju ili zatvaranju tržišta.

^{40/1} Nalog koji sadrži instrukciju da bude izvršen na zaključenju dnevnog trgovanja na berzi, ili u vrijeme koje je tom vremenu najbliže, po tržišnoj cijeni.

^{40/2} Opoziv kupovnog ili prodajnog naloga. Dozvoljeno je u bilo koje vrijeme prije izvršenja naloga. po izvršenju, dozvoljeno je jedino uz saglasnost ostalih učesnika u toj transakciji, kao i uz saglasnost nadležnog službenika sa berzanskog parketa.

- ako su nalozi istovremeno primljeni, prednost ima veći nalog;

- ukoliko se na osnovu navedenih kriterijuma ne može utvrditi prioritet, prioritet ima nalog koji se izvuče kockom.

Postoje tri načina na koji posrednik može da izvrši nalog;

1. izvršenje u kotaciji,

2. povezivanje (spajanje) odgovarajućih naloga svojih klijenata,

3. samostalno istupanje posrednika prema klijentu.

Nalozi se najčešće izvršavaju puštanjem u kotaciji ili, kako se to obično kaže, iznošenjem na tržište. Primjenom jednog od propisanih metoda kotiranja u berzi, u berzi posrednik za svoj nalog traži i nalazi drugu stranu sa kojom zaključuje berzanski posao.

Mehanizam pomoću koga se kupci i prodavci hartija od vrijednosti susrijeću i postižu dogovor o cijenama, tako da se kupoprodajna transakcija može obaviti zove se sistem⁴¹ trgovanja hartijama od vrijednosti.

Ranije su posrednici svakodnevno odlazili na berzanske sastanke s nalogima komitenata za kupovinu odnosno prodaju. Trgovačke aktivnosti su se odvijale u sali za trgovinu gdje su zaposleni u brokerskim firmama primali i plasirali naloge. Nalozi su slati telefonom službenicima u sali za trgovanje, službenici su ih izvikivali prenosiocima na „parketu”. Nalozi su dalje ručnim signalima dostavljani trgovcima na „parketu” koji su transakciju zatvarali, sa drugim trgovcima. Međutim, danas je trgovina na vodećim svjetskim berzama gotovo potpuno kompjuterizovana. Za realizaciju naloga više nije potreban manuelni rad niti duži vremenski period. Tako npr. na Njujorškoj berzi funkcioniše elektronska mreža ITS (Intermarket Trading System) koja omogućuje stalnu vezu sa svim berzama u SAD, tako da brokeri mogu da trguju sa onom

⁴¹ Razlike u sistemima trgovanja hartijama od vrijednosti moguće je izvoditi na osnovu različitih obilježja među najvažnijima spada vremenska dinamika (timing aukcija).

berzom na kojoj je za njih najpovoljnija cijena hartija. Kompjuterskim sistemom DOT (designated Order Turnaround Sistem) omogućeno je da se trgovina može obavljati bez fizičkog prisustva na berzi. Pitanja elektronske trgovine hartijama od vrijednosti, na berzama, posredstvom računarske tehnologije za razmjenu podataka su izuzetno složena. Jedan od segmenata jeste i mogućnost trgovine preko Interneta.

Izvršavanjem obaveza iz ugovora o nalogu posrednik zaključuje nov ugovor - berzanski posao. Izvršavanjem i gašenjem obaveza iz postojećeg ugovora o nalogu, posrednik zasniva nove obaveze berzanskim poslom, bilo za sebe, bilo za drugog kad ga je zaključio u tuđe ime.

O zaključenim berzanskim poslovima berzanski posrednik vodi evidenciju u formi dnevnika, u koji upisuje sve podatke o zaključenim berzanskim poslovima i o njima dnevno obavještava svoje komitente.

5.6. Mjesto i vrijeme zaključenja berzanskog posla

Za sve berzanske poslove se smatra da se zaključuju na podu berzanske sale, pa se sjedište berze pojavljuje kao mjesto njihovog zaključenja.

Ako se posao zaključuje na berzanskom sastanku, vrijeme njegovog zaključenja je trenutak kada potvrdu o zaključenom poslu potpišu predstavnici obje ugovorne strane. Naime, predstavnik svake ugovorne strane na propisanom obrascu sastavlja potvrdu o izvršenju svog naloga te je, potpisanu, daje predstavniku druge strane. Ako se posao zaključuje upotrebom kompjutera, vrijeme zaključenja je trenutak kada se on elektronski registruje u kompjuteru, nakon čega se odmah štampa zaključnica.

Najzad, u trgovanju preko knjige ponude i tražnje, berzanski posao se smatra zaključenim u trenutku kada rukovodilac

kotacije potpiše zaključnicu, na osnovu pismenih potvrda kupca i prodavca, koje je ranije primio putem teleksa, telefaksa ili pisma.

Prema članu 64. pravila Nove berze hartija od vrijednosti Crne Gore AD vrijeme zaključenja berzanskog posla je onaj trenutak kada sistem trgovanja u skladu sa Pravilima poveže potrebu za kupovinu i prodaju hartija od vrijednosti.

6 IZVRŠENJE BERZANSKOG POSLA

Nakon zaključenja berzanskog posla, slijedi faza njegovog izvršenja. Subjekti ispunjenja berzanskog posla su prodavac i kupac, kao njegovi ugovornici. Prodavac je dužnik predaje hartija, a povjerilac isplate cijene, a kupac je povjerilac u prodaji hartija, a dužnik u isplati ugovorene cijene.

Za izvršenje berzanskih poslova se često koristi stručni, berzanski pravni izrazi, kao što su prečišćavanje, saldiranje, razrješenje ili likvidacija. Pitanje izvršenja poslova koji nijesu posebno regulisani berzanskim pravom, reguliše se normama obligacionog prava. Izvršenje berzanskog posla obuhvata dvije faze od kojih:

- Prva je „priprema, verifikaciona” i naziva se kliring⁴² Ova faza podrazumijeva verifikovanje broja vrsta hartija od vrijednosti u konkretnom poslu, cijene, vrijeme zaključenja posla, utvrđivanje indentiteta prodavca i kupca hartija.⁴³

⁴² Obično se svi berzanski poslovi izvršavaju podsredstvom trećeg lica koje se prema svakom licu pojavljuje kao druga ugovorna strana isplaćujući mu cijenu i isplaćujući mu hartije, zavisno od toga kakav je posao zaključio. Posrednik može da bude neka ovlašćena institucija kao što je klirinška kuća, obračunska banaka ili zavod ili sama berza. Takođe, i članovi mogu da izvršavaju svoje obaveze neposredno (direktno), tako što će član prodavac isporučiti ugovorene hartije članu kupcu, a ovaj mu za to platiti cijenu.

⁴³ U Beogradskoj berzi evidentiranje u sistemu kliringa vrše se podsredstvom osnovnih depo-računa koji se otvaraju za sve učesnike u trgovini i prolaznih – depo računa koji se otvaraju samo za berzanske posrednike.

- Druga je likvidnog karaktera i naziva se saldiranje. Saldiranje (podmirenje) je postupak istovremene zamjene HOV za novac i obratno. Ono se sastoji od dvije podfaze:

a) prenosa hartija od vrijednosti sa prodavca na kupca (predajom, indosamentom, cesijom) i

b) prenosa novca sa kupca na prodavca na gotovinski ili bezgotovinski način.

Ukoliko se ove dvije radnje odvijaju istovremeno onda je u pitanju „isporuka uz plaćanje”, s tim da mogu biti vremenski razdvojene.

Isporuka hartija od vrijednosti može biti:

- egzaktna, kada se predaje sama hartija ili

- dokumentarna, kada se predaje isprava o hartijama od vrijednosti (npr. kod tzv. imobiliziranih hartija od vrijednosti, tj. hartija od vrijednosti stavljenih u zbirni depozit), ili

- nematerijalne, „elektronska” kada se „isporuka” hartija od vrijednosti vrši zaduživanjem i odobrenjem depo-računa (tzv. imovinskih računa) učenika berzanskog posla, čiji predmet su bespapirne hartije od vrijednosti.

Isporuka hartija od vrijednosti može se izvršiti i kompenzacijom. Ovaj način je karakterističan za robne poslove. Pošto oni dospijevaju tek na kraju berzanskog obračunskog perioda, njihovim ugovornicima je omogućeno da, tokom njihovog trajanja, zakluče više takvih poslova, koji dospijevaju u isto vrijeme. Oni u njima često mijenjaju uloge tako da se isto lice u nekim pojavljuje kao kupac, a u drugima kao prodavac. U cilju pojednostavljenja izvršenja obaveza iz svih ročnih poslova zaključenih u proteklom periodu berze ih „prečišćavaju” putem opšte kompenzacije uzajamnih potraživanja između članova, koja se vrši propisanog dana na kraju obračunskog perioda (tj. od dospjelosti). Nakon tog postupka ostaje obračunski saldo, koji izražava za svakog člana berze da li on

određenu hartiju više kupovao ili prodavao i po kom kursu je to vršio. Zato se ročni poslovi najčešće izvršavaju plaćanjem razlike u cijeni ili hartijama, koje se duguju po osnovu utvrđenog salda.

U svrhu garantovanja po zaključenim transakcijama na berzi, berza može vršiti primanje sredstava od učesnika u trgovini u garantni fond i fond rizika u određenom procentu koji zavisi od visine zaključene transakcije i vrste hartija od vrijednosti koje su predmet trgovine.

Stupanjem na snagu zakona o hartijama od vrijednosti („Sl. list RCG” br. 59/00), utvrđena je Centralna Depozitarna Agencija⁴⁴ a.d. Podgorica (CDA), kao institucija nadležna za registraciju dematerijalizovanih hartija od vrijednosti i poslove kliringa i saldiranje sklopljenih transakcija s tim hartijama u RCG. Osnivanjem ove institucije unapređuje se i razvija infrastruktura tržišta kapitala u RCG. CDA obavlja slijedeće djelatnosti: registrovanje i čuvanje dematerijalizovanih hartija od vrijednosti; vođenje računa emitenata, odnosno vlasnika hartija od vrijednosti i izdavanje potvrda o stanju i promjenama na tim računima; prenos, deponovanje, saldiranje i kliring po zaključenim poslovima u prometu hartija od vrijednosti.

Vrijeme u kome su ugovornici dužni da ispune svoje obaveze iz berzanskog posla utvrđuje se berzanskim pravilima. Otuda rok dospelosti u berzanskim ugovorima nije slučajan

⁴⁴ Centralni registar hartija od vrijednosti se može definisati kao centralizovana, za organizovanu trgovinu obavezna i jedinstvena evidencija o emitentima i naplaćenim hartijama od vrijednosti na jednoj, i njihovim vlasnicima, na drugoj strani. Pri tome, pod hartijama od vrijednosti se podrazumijevaju one sa kojima se može trgovati na berzi (serijske, dematerijalizovane ili imobilisane, materijalizovane, po pravilu dugoročne). Definicija centralnog depoa bi mogla da glasi: Centralni depo hartija od vrijednosti je jedinstvena centralizovana evidencija hartija od vrijednosti koje su po nalogu vlasnika prenijete iz centralnog registra na njegov račun kod profesionalne organizacije, čiji račun takođe vodi centralni depo hartija od vrijednosti.

Finansijsko tržište, Savezna komisija za hartije od vrijednosti, Beograd, 2001. str. 260.

element oko koga stranke mogu da se slobodno pogađaju, već je bitan element, koji je unaprijed propisan i ugovornici mogu da odrede rok dospelosti svojih obaveza samo na način da izaberu jedan od više berzanskim pravilima utvrđenih rokova. Obračunski ciklus obično traje tri radna dana od dana zaključenja transakcije. (T+3).

Hartije od vrijednosti koje su predmet ugovora moraju se isporučiti bez pravnih i materijalnih nedostataka. Ako se kotiraju sa dospjelim prihodima (dividendom ili kamatom) i pripadajućim pravima upisa ili dodjele, prodavac je dužan da ih plati. Ako se kotiraju „bez” tih prihoda i pripadaka, takva obaveza ne postoji. Berzanskim poslom može se ugovoriti suprotno pravilo.

Berzanska pravila obično detaljno regulišu mjesto izvršenja obaveza iz berzanskih poslova sa hartijama od vrijednosti. Ako ne reguliše ostaje mogućnost primjene opštih pravila Zakona o obligacionim odnosima.

Ranije su se berze smatrale isključivo kao mjesto zaključenja berzanskih poslova. Mjesto njihovog izvršenja su uvijek bila van berzi, jer se u njima trgovalo bez fizičkog prisustva robe. I danas se u berzama trguje bez fizičkog prisustva hartija od vrijednosti, ali su one postale i mjesto izvršenja berzanskih poslova.

Ranije se vršio fizički transfer finansijskih instrumenata. Kasnije se razvio mehanizam imobilizacije finansijskih instrumenata. Danas upotrebom kompjuterske tehnike u poslovanju omogućeno je da se hartije isporučuju jednostavnim prebacivanjem sa računa prodavca na račun kupca, isto kao bezgotovinski novac. Ako te račune vodi odgovarajuća služba berze ili obračunska ustanova, koja je podčinjena berzi, ili njenim članovima (posrednicima), onda je berza svakako i mjesto izvršenja poslova.

U izvršavanju svojih obaveza učesnici berzanskih poslova dužni su da se ponašaju sa pažnjom urednog stručnjaka i u skladu sa načelom savjesnosti i poštenja. U pogledu načina izvršavanja obaveza iz berzanskog posla, u načelu, primjenjuju se pravila Zakona o obligacionim odnosima, kao opšta pravila, ako u posebnim propisima nije drukčije određeno.

7. BERZANSKA KONTROLA

7.1. Uvod

Načelno u svijetu postoje dva sistema kontrole berzanskog poslovanja anglosaksonski⁴⁵ i germanski⁴⁶. Bitna razlika anglosaksonskog sistema je da kontrolu nad berazama i berzanskim subjektima vrši jedna samostalna poludržavna ustanova. Ona se obično zove Komisija (za berzanske poslove, za berze ili za hartije od vrijednosti). Ona ima po zakonu vrlo široka normativna i kontrolna ovlašćenja na cijelom finansijskom tržištu, radi obezbjeđivanja poštene i fer trgovine. Germanski sistem karakteriše neposredni nadzor države nad berzanskim poslovima preko komesara ili posebne berzanske komisije s tim da značajna ovlašćenja imaju Ministarstvo finansija i Vlada.

Naše berzansko pravo usvaja mješovit sistem. Imajući u vidu da se naša privreda nalazi u procesu tranzicije i da su berze najvažniji organizacioni oblik finansijskog tržišta, naš

⁴⁵ Anglosaksonski sistem nastao je u SAD i prihvaćen je u velikom broju država (Velika Britanija, Rusija, Hrvatska, Slovenija, Mađarska, Poljska). Preovladava mišljenje da se ovaj sistem organizovanja nadzora nad poslovanjem hartijama od vrijednosti pokazao efikasnim. Izgleda da je to zbog toga što nadzornoj vlasti omogućava veću nepristrasnost u regulisanju poslovanja i pojedinačnom odlučivanju, stručnije obavljanje većeg obima poslovanja i manje troškove rada.

⁴⁶ Germanski sistem postoji u Njemačkoj, Austriji i Japanu, a važio je i u Kraljevini Jugoslaviji.

zakonodavac je posvetio posebnu pažnju regulaciji državnog nadzora nad berzama. Državni nadzor se može definisati kao nadzor koji država vrši preko svojih organa, nad poslovima svih učesnika finansijskog tržišta na svojoj teritoriji. Pored opšteg nadzora koji vrši nad svim privrednim subjektima, država organizuje i specijalni nadzor nad berzama, i učesnicima na berzanskom tržištu.

Nadzor nad berzanskim poslovima ostvaruje se putem:

- centralne banke;
- ministarstva nadležnih za poslove finansija;
- komisije za hartije od vrijednosti;
- posebnog organa države u berzi - berzanskog komesara;
- berzanskih kontrola.

U oblasti berzi i berzanskog poslovanja, sistem državnog nadzora organizuje „Matični“ zakon — ZBBB SRJ, ali jedan segment ovog sistema koji se odnosi na oblast hartija od vrijednosti organizuje i drugi dopunjujući zakon — ZHV SRJ, koji je u ovoj oblasti i Matični; a djelimično i ZOP SRJ, i ZOP RCG i ZHV RCG, kada su u pitanju akcije akcionarskog društva, odnosno zakon o bankama i drugim finansijskim organizacijama, kada je riječ o bankama.

Državni nadzor nije „jednosmjernan“ već predstavlja i dužnost subjekta pod nadzorom da organe nadzora snabdijeva podacima, informacijama i ispravama koje su neophodne za nadzor.

Efikasnost sistema državnog nadzora nad berzom obezbijedena je i odgovarajućim sistemom sankcija. Prema sistemu ugrožavanja javnih interesa, odgovornost za povrede pravila emitovanju hartija od vrijednosti, njihovoj trgovini na berzi i berzanskom poslovanju uopšte, organizovano je po osnovu tri kriterijuma:

- prvo, u najtežem obliku - kao krivičnopravna (za povredu insajeder pravila kz. čl. 97 ZBBB; onemogućavanje ovlašćenog lica Savezne komisije da izvrši uvid u poslovne knjige i drugu dokumentaciju iz čl. 91 ZHV; za lažne bilanse iz člana 437 ZOP, te za podnošenje lažne dokumentacije iz člana 133 Zakona o privrednim društvima RCG);

- drugo, kao privrednopravna odgovornost za privredne prestupe (član 98 ZBBB; član 92 Saveznog ZHV; člana 439 saveznog ZOP;) i

- treće, kao prekršajna odgovornost za prekršaje (član 102 ZBBB; član 96 Saveznog ZHV, član 113 ZHV RCG; član 440 Saveznog ZOP);

Osim ovih navedenih osnova odgovornosti postoje i imovinskopravna odgovornost za naknadu štete prema pravilima obligacionog prava, disciplinska odgovornost prema statutu berze i moralnopravna odgovornost prema pravilu poslovnog morala (na osnovu ocjene suda časti pri privrednoj komori i udruženju berzanskih posrednika).

7.2. Komisija za hartije od vrijednosti

Komisija ima izuzetno značajna regulatorna i kontrolna ovlašćenja na primarnom i sekundarnom tržištu kapitala, kako u njegovom institucionalizovanom dijelu (u pogledu određenog tipa finansijskih berzi) tako i u trgovanju van berze. Takođe, riječ je o tijelu koje ima sve ingerencije u pogledu detaljnije regulacije i kontrole berzanskih posrednika brokerskog i dilerskog načina trgovine.

Komisija je ovlašćena da sprovodi državnu politiku u oblasti tržišta hartija od vrijednosti, kontrole poslovanja profesionalnih učesnika tržišta hartija od vrijednosti i zaštite prava investitora. Njena djelatnost koncipirana je za otkrivanje i sprečavanje manipulacija i drugih nepoštenih praksi trgovine.



Naše savezno pravo Komisiju ne uređuje zakonom, kako je uobičajeno u pravima koje prihvataju američki⁴⁷ sistem nadzora finansijskog tržišta, već jednom uredbom Savezne vlade. Savezna komisija za hartije od vrijednosti je bila osnovni regulator tržišta hartija od vrijednosti na cijelom području SRJ. Međutim, Vlada Republike Crne Gore je 15 juna 2000 godine donijela uredbu o preuzimanju određenih ovlašćenja saveznih organa i organizacija u vezi prometa hartija od vrijednosti i finansijskog tržišta („Službeni list RCG“, br. 33/2000) i 06. jula iste godine odluku o obrazovanju Komisije za hartije od vrijednosti i finansijsko tržište Republike Crne Gore. Saglasno ovim propisima, Komisija za hartije od vrijednosti i finansijsko tržište Republike Crne Gore privremeno je, do donošenja republičkog zakona, primjenjivale savezne propise iz ove oblasti. Zakonom o hartijama od vrijednosti RCG od 27. decembra 2000 godine utvrđen je djelokrug i nadležnost Komisije za hartije od vrijednosti Republike Crne Gore.

8. OBJAVLJIVANJE PODATAKA O BERZANSKOM POSLOVANJU

Berzansko poslovanje karakteriše načelo javnosti.⁴⁹ Tajni berzanski poslovi su zabranjeni. Finansijska berza ne može uspješno da funkcioniše ako se na njoj transakcije ne odvijaju javno. Takođe, i cijene predmeta trgovanja moraju se utvrđivati i objavljivati na propisan način.

⁴⁷ Regulativna tijela u svijetu u velikoj mjeri ustrojena su slično ustrojstvu Komisije za hartije od vrijednosti SAD. To su naročito učinile zemlje u tranziciji kako bi preuzele bogata dugogodišnja iskustva regulacije i nadzora američke Komisije za hartije od vrijednosti i berze koja je osnovana 1934. nakon sloma Njujorške berze 1929. godine i velike ekonomske krize nastale početkom tridestih godina.

⁴⁸ Pošto je pravno lice Komisija ima spostvene prihode iz poslovanja.

⁴⁹ U uslovima tržišne ekonomije informacija ima poseban značaj. Ona ima tretman resursa – raspoloživog a neiskorišćenog dobra – koji svoju punu vrijednost dobija jedino pravovremenim korišćenjem.

Naše berze su dužne da organizuju informacijski sistem⁵⁰ preko kojeg se javnost obavještava o: obimu ponude i tražnje na berzi; obimu zaključenih poslova na berzi o vrstama predmeta trgovanja; početnoj srednjoj i zaključnoj cijeni pojedinog predmeta trgovanja; kotacijama na berzi; predmetu trgovanja kojim se trguje na berzi, kao i o drugim podacima za koje upravni odbor odluči da su značajni i da utiču na rad i stabilnost berze.

Prema širini kruga obavještavanja subjekata, berzansko obavještavanje se dijeli na dvije vrste. To su unutrašnje obavještavanje i obavještavanje javnosti.

Obavještavanje unutar berze je dvosmjerni proces. Sa jedne strane, berza je dužna da obavještava svoje članove o svim pitanjima značajnim za trgovinu hartijama, kako bi ona mogla da se efikasno odvija. Sa druge strane, članovi su dužni da obavještavaju berzu o svom poslovanju na njenom tržištu kako bi joj omogućili da stvori cjelovitu i istinitu predstavu o berzanskom prometu i njihovoj ulozi u njemu.

Berzanski izvještaji se objavljuju na različite načine: u berzanskom biltenu; specijalizovanim časopisima; sredstvima informisanja masovnog karaktera kao što su dnevne novine, TV i radio emisije; putem računarskih mreža i svim sredstvima informisanja masovnog karaktera. Danas najveći značaj za široki krug poslovnih ljudi koji imaju potrebu da imaju informaciju o kretanju berzanskih kurseva povodom određenog berzanskog materijala⁵¹, kao i da dobiju druge informacije koje su neophodne za zaključenje posla, imaju savremeni elektronski informacijski sistemi. Ovi informacijski sistemi

⁵⁰ Berzanski informacijski sistem je sistem koji obezbjeđuje obradu svih potrebnih informacija za obavljanje djelatnosti berze i prenos odabranih informacija na trgovce sa hartijama od vrijednosti i investitore.

⁵¹ Kursna lista akcija najčešće sadrži: dnevni kurs; prethodni kurs, promjenu kursa u procentima; stanje na tržištu; obim trgovine, količinu hartije sa kojom se trgovalo; minimalnu i maksimalnu cijenu u posljednjoj godini; dividendu; P/E (price-earning ratio, tj. odnos cijene akcije i prinosa koji donosi za 12 mjeseci). Kursna lista obveznica sadrži: kamatnu stopu; rok dospelosti; datum isplate kupona; alikvotni kamatni prinos; bruto prinos na dan dospelosti.

omogućuju zainteresovanim licima, da znaju u svakom trenutku, bez obzira gdje se nalaze, što se dešava na berzi.

Berze obavještavaju javnost pod strogim nadzorom nadležnih državnih organa, a to je kod nas u prvom redu Komisija za hartije od vrijednosti.

Sve berze redovno objavljuju kursne liste. Kursna lista je lista (spisak, pregled) kurseva svih kotiranih hartija koju berza svakodnevno izdaje u određenoj formi nakon završetka svog radnog vremena. Kursevi pojedinih hartija se objavljuju odvojeno.

Radnje kojom berzanski službenici vrše bilježenje (upisivanje, unošenje) podataka o kotiranim hartijama i njihovim kursovima u kursnu listu i na tabli u berzanskoj sali zove se notiranje.

Prema izdavanju i načinu objavljivanja razlikuju se zvanične (službene) i privatne (nezvanične) kursne liste.⁵²

Kursna lista mora da ima određenu formu i sadržinu. Forma mora da bude takva da obezbjeđuje preglednost, sistematičnost, urednost, jasnoću, tačnost i sveobuhvatnost kursne liste.

Tačnost i sveobuhvatnost su osobine koje mora da ima i sadržina kursne liste.

Za informisanje javnosti o berzanskom poslovanju veliki značaj imaju berzanski indeksi.⁵³ Oni su sredstvo za iska-

⁵² Zvanične kursne liste izdaje berza pod pojačanom državnom kontrolom, a na osnovu kurseva koje je tokom kotacije utvrdio nadležni berzanski organ. Ova vrsta kursne liste ima, pored ekonomskog i pravnog značaj. Ona ima značaj javne isprave, te služi kao dokazno sredstvo u sporovima sa kotiranim hartijama. Privatne kursne liste izdaju banke i šalju ih svojim klijentima. One se po sadržini razlikuju od zvaničnih lista samo po tome što sadrže i podatke o kursovima i cijenama onih valuta, deviza, plemenitih metala kojima se ne trguje na berzi. One uglavnom imaju značaj u poslovnim odnosima između banke i njenih klijenata.

⁵³ Najstari i najpoznati (izračunava se od 1886. godine) je Dao Jonsov indeks (Daw-Jones) publikuje se svakog dana u listu Wall Street Journal. Ovaj indeks se sastoji od niza pokazatelja baziranih na prosječnim vrijednostima odabranih kompanija u SAD i iskazuje dnevno odstupanje od bazičnog perioda. Naziv Dao-Jons potiče od imena dvojice novinara Charles Henru Dow i Edvard Jones koji su se bavili prikupljanjem informacija o poslovanju berze.

zivanje tržišne cijene berzanskih hartija i njihovo kretanje u dužem vremenskom periodu. Njihova osnovna funkcija je da kvalitativno iskazuju, odnosno mjere fluktuacije na berzi hartija od vrijednosti. Berzanski indeksi svojim cjenovnim kretanjem treba da daju odgovor na osnovno pitanje: Šta se dešava na finansijskom tržištu? Indeksi mogu biti sastavljeni tako da predstavljaju finansijsko tržište u cjelini ili pojedine industrijske oblasti ili pojedine vrste hartija od vrijednosti. Značaj berzanskih indeksa je veoma veliki jer su oni u makroekonomskoj ravni veoma indikativno mjerilo ukupnog stanja privrede i odnosa na tržištu, a u mikroekonomskoj sferi značajan kriterijum u pogledu donošenja odluke o konkretnom ulaganju u hartije od vrijednosti.

Da bi indeks bio autorativan, mora zadovoljiti sledeće kriterijume:

- 1) mora da sadrži elemente koji potpuno i ravnomjerno odražavaju sve bitne osobine konkretnog tržišta;
- 2) mora biti transparentan i sadržavati jasne, precizne, tačne podatke.

Bitno je da veličina uzorka mora biti takva da se njome dovoljno precizno može reprezentovati tržišni segment koji se želi aproksimirati. Mali uzorci mogu značiti nepreciznost, a veliki uzorci mogu značiti neekonomičnost i komplikovanost izračunavanja.

Reprezentativnost uzorka mora biti takva da indeks odražava promjene u svakom segmentu skupa. Veći uzorci su, po pravilu, i reprezentativniji. Međutim, pravilnim izborom elemenata skupa može se zadržati reprezentativnost i na nivou malog uzorka i njemu imanentne jednostavnosti i ekonomičnosti. Dakle, uz izbor mjere veličine uzorka izbor njegovih elemenata je podjednako važan posao.

Osim razvijenih zemalja i zemlje u tranziciji imaju svoje berzanske indekse: Češka (PC-SO index), Mađarska (BUX index), Slovenija (SIB index).

U Jugoslaviji ih još nema. Razlog tome nije u odsustvu volje ili stručnog znanja da se oni formiraju i publikuju. Ono što Jugoslaviji nedostaje je njihov sadržaj, tj. ono od čega su berzanski indeksi sazđani. Jugoslaviji nedostaje kotacija dugoročnih hartija od vrijednosti i njihov aktivan sekundarni promet.

Ostvarivanje javnosti u berzanskoj trgovini je veoma važno sa gledišta zaštite učesnika u berzanskoj trgovini. Pored obaveze berze da organizuju informacioni sistem, naše zakonodavstvo, je predvidjelo niz instrumenata koji obezbjeđuju javnost rada i štite učesnike od netačnih informacija, lažnih finansijskih izvještaja o poslovanju preduzeća čije se hartije od vrijednosti kotiraju na berzama, zloupotrebe insajder informacija itd.

Propisivanje obaveze objavljivanja prospekta, propisivanjem zabrane trgovine na osnovu unutrašnjih informacija i propisivanje obaveze objavljivanja podataka o poslovanju pravnih lica i naše zakonodavstvo se svrstalo u red zakonodavstava koja utvrđuju princip javnosti rada čime se za sve učesnike u berzanskoj trgovini stvaraju jednake mogućnosti da saznaju sve podatke, činjenice i informacije koje su od značaja za određivanje cijene predmeta trgovanja.

GLAVA IV

POJAM UGOVORA O BERZANSKOJ KUPOPRODAJI HARTIJA OD VRIJEDNOSTI

1. POJAM UGOVORA

Trgovina hartijama od vrijednosti obavlja se na tri načina:

1. direktnom kupoprodajom između kupca i prodavca hartija od vrijednosti,
2. preko berze hartija od vrijednosti,
3. kupoprodajom hartija od vrijednosti na šalterima banaka.

Predmet našeg interesovanja je prodaja hartija od vrijednosti preko berze. U pogledu trgovine hartijama od vrijednosti na berzi, ugovore čiji su predmet ove hartije možemo podijeliti u dvije grupe:

- prvu, koja obuhvata ugovore o posredovanju u širem smislu riječi (ugovor o posredovanju, ugovor o nalogu, odnosno ugovor o zastupanju i ugovor o komisionu);
- drugu, koja obuhvata ugovor o prodaji, ugovor o zamjeni i ugovor o zalozi hartija od vrijednosti.

U našem pravu ne postoji posebna regulacija ugovora čiji predmet su hartije od vrijednosti. Na njih se primjenjuju opšta pravila obligacionog prava i ugovor o prodaji hartija od vrijednosti zaključen na berzi je modalitet opšteg tipa ugovora o prodaji. Na ovaj ugovor primjenjuju se opšta pravila o

ugovoru o prodaji iz obligacionog prava, ukoliko ne postoje posebna pravila u zakonima o hartijama od vrijednosti, Zakonu o berzama, pravilima berze, berzanskim običajima i berzanskim uzansama i ukoliko njihove specifičnosti to dopuštaju.

Berzanski ugovor o prodaji hartija od vrijednosti mogao bi se definisati kao ugovor o prodaji kotiranih hartija od vrijednosti, koje posredstvom berze zaključuju posebno ovlašćeni subjekti pod posebnim pravnim režimom. Kod ovog ugovora berza, kao pravno lice nije ugovorna strana.

U sistemu dematerijalizacije hartija od vrijednosti, ugovor o kupoprodaji hartija od vrijednosti mogao bi se definisati kao akt obligacionopravne prirode, kojim se prodavac, u sistemu dematerijalizacije, obavezuje da kupcu omogući otvaranje računa i upis kupljenih prenosivih vrijednosti na način kojim će mu se sledstveno omogućiti da ostvaruje svoja prava iz takvih vrijednosti u posebnom režimu privrednog prava koji reguliše takav odnos, pri čemu kupac za to plati određenu sumu.^{53/1}

2. OSOBINE UGOVORA

Pošto su berzanski ugovor o kupoprodaji hartija od vrijednosti ugovori o prodaji, oni imaju njihove opšte pravne osobine. To znači da su oni imenovani ugovori dvostrano obavezni, teretni, konsensualni, ali mogu da budu i formalni, samostalni, jednostrani, ali mogu da budu i složeni, kauzalni, te ugovori sa trenutnim izvršenjem obeveza, mada može da od njihovog zaključenja do izvršenja prođe određeni vremenski period. Međutim, oni imaju određene osobenosti, koje ih čine posebnom vrstom ugovora o prodaji.

1) Subjekti ovih ugovora jesu, sa jedne strane, privredni subjekti specijalizovani i posebno ovlašćeni za trgovinu harti-

lni

^{53/1} Mr Mirko Bartulović, Pravno - teorijska i praktička pboblematika dematerijalizacije hartija od vrijednosti, Berza , decembar 1996.

jama od vrijednosti: banke, druge finansijske organizacije, berzanski posrednici koji su članovi berze, te trgovci (pravna lica) koji kupuju ili prodaju hartije od vrijednosti na sekundarnom tržištu, a sa druge strane, kao krajnji korisnici - druga pravna lica i fizička lica koja na osnovu zakona mogu biti imaooci hartija od vrijednosti. Najveći broj berzanskih ugovora prodavci i kupci ne zaključuju neposredno, već preko ovlašćenih predstavnika. U našim berzama ti posrednici su njeni članovi, koji tom prilikom istupaju kao brokeri i dileri. Samo kad se kao oba ugovornika pojavljuju dileri, berzanski ugovori se neposredno zaključuju između prodavca i kupca.

2) Predmet ovih ugovora jesu specifične (pokretne) stvari u materijalnom i nematerijalnom obliku - hartije od vrijednosti.

3) Način zaključenja ovih ugovora vezan je za berzu (za berzanski pult, za vrijeme berzanskog sastanka, po „tehnologiji“ činjenja ponuda i prihvata ponuda, formi ugovora - utvrđenoj u pravilima berze, berzanskim običajima i berzanskim uzansama.

4) Sadržinu ovih ugovora čine prava i obaveze ugovornih strana koje su modifikovane specifičnostima njihovih predmeta i njihovih učesnika, u pogledu vremena, mjesta i načina ispunjenja.

5) Zaključenje i izvršenje berzanskih ugovora podliježe osobenom pravnom režimu. Ono se ne zasniva samo na volji ugovornika, već se odvija po ustaljenom berzanskom automatizmu. Taj berzanski automatizam ili mehanizam se sastoji od posebne pravno regulisane tehnike zaključivanja i izvršavanja berzanskih poslova, koja bitno ograničavaju slobodu ugovaranja. Načelo slobode ugovaranja u berzanskim ugovorima trpi brojna ograničenja, usled primjene posebno usavršene pravne tehnike, koja je izazvana potrebom njihovog brzog,

masovnog i nesmetanog zaključivanja i izvršavanja. Za način ispunjenja berzanskih poslova karakteristična je skontracija, specifičan obračunski način regulisanja kupovine i prodaje na berzi. Naime, berzanski ugovori najčešće, realizuju se preko trećeg subjekta, na primjer ovlašćena banka ili posebne klirinške institucije (clearing house) i njihovog automatizovanog sistema, koji će izvršiti međusobne obračune, prenos hartija od vrijednosti sa prodavca na kupca, prijem hartija od vrijednosti u depozit ili njihov prenos prodavca na kupca zaduživanjem i odobravanjem njihovih depozita, i dr. U zavisnosti od toga, da li su u pitanju papirne tj. pismene, materijalizovane ili bespapirne, dematerijalizovane, elektronske hartije od vrijednosti.

6) Berzanski ugovori se zaključuju strogo pod nadzorom državnih i berzanskih kontrolnih organa, kako bi se izbjegao i najmanji poremećaj na tržištu. U slučaju kada ocijene da postoji takva mogućnost, kontrolni organi su ovlašćeni da preduzmu sve mjere u cilju njenog srečavanja i otklanjanja, čak i da neposredno mijenjaju uslove zaključenog berzanskog ugovora.

7) Berzanski ugovori se zaključuju javno, jer je svakom znatiželjniku dopušteno da uđe u prostor berzanske sale koji je određen za posjetioce kako bi posmatrao odvijanje trgovine. Sem toga, sama berza daje niz obavještenja javnosti preko sredstava javnog informisanja. Najznačajnije je objavljivanje kursnih lista, ali i štampa budno prati i sve okolne berzanske događaje koje mogu da utiču na kurseve.

8) Cilj posla. Naime, i berzanski ugovori treba da se realizuju in naturam. Međutim, vrlo često, njihov razlog zaključivanja ne svodi se na njihovo ispunjenje, već na iščekivanje u pogledu kolebanja cijena, tj. na ostvarivanje razlike u cijeni, odnosno špekulaciju sa cijenom.

9) Način rješavanja sporova iz berzanskih ugovora, koji se iznose pred berzanku arbitražu. Pošto je spori tok pravnih procedura nekonzistentan sa potrbama utvrđivanja pozicija strana na berzi, berza predviđa proceduru rješavanja sporova.

10) Ekonomski značaj berzanskih ugovora koji je veoma velik.

11) Zaštita od insolventnosti ugovorne strane kroz različite organizacione mehanizme (kliring i saldiranje), fondovi, depoziti.

3. BITNI ELEMETNI UGOVORA

Kao i kod svakog ugovora o prodaji i kod berzanskih ugovora o prodaji hartija od vrijednosti, njihovi bitni elementi su stvar i cijena. Berzanskim pravilima kao bitni elementi često se utvrđuju i forma i rok za izvršenje ugovora.

3.1. Stvar

Stvar je materijalni dio prirode koji može da se potčini faktičkoj i pravnoj vlasti čovjeka. Ona je predmet glavne prodavačeve obaveze, a to je obaveza predaje stvari. Kod berzanskih ugovora o prodaji hartija od vrijednosti predmet obaveze prodavca su hartije od vrijednosti, kao posebna vrsta stvari.

3.1.1. Pojam hartija od vrijednosti

U savremenoj teoriji i praksi terminu „hartije od vrijednosti“ se ne pridaje uvijek isto značenje. Bez obzira da li se prihvata uže ili šire značenje, postoje univerzalni elementi koji su bitni za pojam hartije od vrijednosti. Te elemente sadrži i klasična definicija iz našeg Zakona o obligacionim odnosima. Prema Zakonskoj definiciji, hartija od vrijednosti je pismena isprava kojom se njen izdavalac obavezuje da ispuni obavezu upisanu u njoj zakonitom imaocu.

Iz tako date definicije proizilazi da je hartija od vrijednosti strogo formalni vrijednosni dokument koji mora da ispunjava određene uslove i to:

- da je pismena isprava,
- da je u toj ispravi sadržano određeno imovinsko ili lično pravo i
- da je korišćenje i ostvarenje tog prava jasno uslovljeno zakonskim vlasništvom - posjedovanjem te hartije od vrijednosti.

Sva ova tri naprijed navedena elementa, u savremenom pravnom prometu, podložna su evoluciji pod uticajem elektronskog prenosa podataka (tzv. proces dematerijalizacije)⁵⁴ proširenje prava na učešće u upravljanju i prava na informisanje (tzv. princip publiciteta), kao i šireg uvođenja mogućnosti izdavanja potvrde kojom se supstituiše jedna ili više hartija od vrijednosti (tzv. princip ekonomičnosti). Savremena evolucija se odnosi i na ublažavanje striktne primjene načela inkorporacije, jer se prava koja proizilaze iz i na osnovu hartija od vrijednosti sadrži i u drugim pravno relevantnim aktima (odluci o emisiji, statutu i dr.).

Dematerijalizacijom hartija od vrijednosti se ne pogoršava položaj titulara prava. Upisom na račun postiže se isto dejstvo kao i predajom hartije. Titular upisom stiče svojinsko pravo i to svojinsko pravo na vrijednost, za koje se može reći da je apsolutno, direktno i isključivo.

⁵⁴ Izraz, „dematerijalizovane“ hartije od vrijednosti ili „bezdokumentarne“ hartije od vrijednosti koristi se u cilju iskazivanja nove tendencije koja je sve prisutnija u zakonodavnim rešenjima različitih zemalja, prema kojoj za postojanje i prenos prava iz hartije od vrijednosti nije potrebna pisana isprava već jedino njihov upis na odgovarajući račun, tzv. depo račun ili račun dematerijalizovanih hartija od vrijednosti. Riječ „hartija“ ne označava više materijalni instrument koji je nestao, već knjigovodstvenu, skripturalnu vrijednost bez individualnosti. Iako pismena isprava ne postoji, između lica koje bi bilo izdavalac hartije i lica koje bi bilo imalac hartije i titular prava iz hartije, da je hartija izdata, uspostavljaju se pravni odnosi za koje važe, u načelu, pravila o hartijama od vrijednosti.

Dematerijalizovane hartije od vrijednosti se u pravnoj teoriji nazivaju još i prenosive vrijednosti. I u ovom sistemu isprave postoje, ali takve isprave nijesu hartije od vrijednosti odnosno prenosive vrijednosti, već samo isprave koje, kao i sve druge takve vrste, imaju zadatak da dokazuju postojanje pravnog odnosa.

Hartije od vrijednosti su jedna vrsta robe, koja je visoko standardizovana i time podobna za brz, lak i masovan promet. Većina hartija od vrijednosti predstavlja predmet trgovine, međutim da bi se moglo trgovati hartijama od vrijednosti naše zakonodavstvo propisuje određene uslove i to:

- a) da su emitovane u skladu sa zakonom:
- b) da emitent ima pozitivno mišljenje ovlaštenog revizora o rezultatima njegovog poslovanja,
- c) da protiv emitenta nije pokrenut postupak sanacije, stečaj ili likvidacija.

Što se tiče prvog uslova da su hartije od vrijednosti emitovane u skladu sa zakonom, jedini se uslovi odnose na same hartije od vrijednosti, drugi na lica koja ih puštaju u promet - emitente. Uslovi koji se odnose na hartije od vrijednosti podrazumijevaju ispunjenje određenih formalnosti u pogledu postupka emitovanja, odnosno donošenja odluke o emitovanju. To konkretno znači da moraju biti ispunjeni svi oni uslovi koje zakon o hartijama od vrijednosti propisuje za emisiju hartija (da je odluku o emisiji donio nadležni organ, da je poziv na upis i uplatu objavljen u skladu sa zakonom, da je emitent dobio odobrenje nadležnog organa, da su upis i uplata izvršeni u predviđenom roku i slično).

Hartije od vrijednosti koje imaju svojstvo tržišnosti tvore posebnu vrstu hartija od vrijednosti, koja se može označiti imenom finansijski instrument⁵⁵ ili efekti.

Zakonodavstva stranih zemalja finansijske instrumente regulišu posebnim zakonima, dok se materija o hartijama od vrijednosti u širem smislu i opšta obeležja hartija od vrijednosti, zajednička svim tipovima hartija regulišu trgovačkim zakonodavstvom. I naše zakonodavstvo slijedi isti princip, regulišući opšta pitanja hartija od vrijednosti Zakonom o obligacionim odnosima, a posebna, vezana za finansijske instrumente, Zakonom o hartijama od vrijednosti.

Zakon o hartijama od vrijednosti RCG definiše hartije od vrijednosti kao ispravu koja vlasnicima daje prava u odnosu na emitente, u skladu sa zakonom i pod uslovima emisije.

Bitni elementi dematerijalizovane hartije od vrijednosti su: 1) oznaka vrste hartije od vrijednosti; 2) oznake klase i broj serije; 3) firma, sjedište i adresa emitenta hartije od vrijednosti i njegova oznaka u registru emitenata kod Komisije; 4) nominalna vrijednost; 5) obaveze emitenata i prava i obaveze vlasnika hartije od vrijednosti i način njegovog ostvarivanja; 6) mjesto i datum emisije; 7) imena lica ovlašćenih za zastupanje emitenta. Ostale elemente pojedinih hartija od vrijednosti utvrđuje Komisija.

Prava i obaveze iz hartija od vrijednosti nastupaju momentom registracije kod Centralne Depozitarne Agencije.

Vlasnikom dematerijalizovane hartije od vrijednosti smatra se vlasnik računa kod Centralne Depozitarne Agencije

⁵⁵ Finansijski instrumenti su hartije od vrijednosti emitovane u serije koje posjeduju svojstvo tržišnosti. Cijena finansijskih instrumenata se obrazuje pod dejstvom ponude i tražnje, oni predstavljaju likvidne hartije od vrijednosti i imaju osobinu zamenljivosti u okviru iste vrste hartija od vrijednosti (fungibilitet). Hartije od vrijednosti, koje predstavljaju izraz pojedinačnih ekonomskih transakcija, ili sadrže stvarno – pravni elemenat, koji pretpostavlja njihovo gašenje sa realizacijom transakcije koja im stoji u osnovi, ne ispunjavaju kriterijume za tretiranje kao finansijskih instrumenata – efekata.

na kojem se vodi hartija od vrijednosti, koji to svojstvo stiće registracijom hartija od vrijednosti.

Izvod iz registra Centralne Depozitarne Agencije je jedini i isključivi dokaz o vlasništvu nad hartijama od vrijednosti.

Prenos vlasništva nad dematerijalizovanim hartijama od vrijednosti vrši se sa računa na račun u CDA.

Predmet našeg interesovanja u ovom radu neće biti finansijski derivati. Naime, riječ je o posebnoj vrsti izvedenih terminskih ugovora, koji su, kao takvi, jednom ili dva puta udaljeni od osnovnog predmeta trgovine. I pored toga što mogu predstavljati hartije ipak postoji jasno razlikovanje od hartija od vrijednosti sa aspekta cilja izdavanja derivata. Takođe, sa finansijskim derivatima se ne trguje na našim berzama i vjerovatno se u bliskoj budućnosti sa njima neće trgovati, iako za to postoji zakonska regulativa.

3.1.2. Stavljanje na listing

Da bi se hartija nalazila u berzanskopravnom prometu mora da se nalazi u obligacionopravnom prometu. Ukupnost radnji koje prilikom stavljanja u promet preduzimaju berzanski organi i izdavaoci i garanti naziva se „stavljanje na listing“ (pojedini teoretičeri nazivaju ove radnje kotiranje), pri čemu se pod listingom podrazumijeva lista (spisak) svih hartija od vrijednosti čiji je promet dopustila berza na svom tržištu. Tek kada hartije budu stavljene na listing, predmet obaveze prodavca postaje dopušten u berzanskopravnom smislu i može da se kupuje ili prodaje po berzanskim pravilima.

Uslovi prijema hartija od vrijednosti u berzanski promet, određuju se berzanskim pravom. Njihovo regulisanje ima za cilj postizanje visokog kvaliteta u berzanskoj kotaciji, kako bi se ostvarila sigurnost ulaganja kapitala za investitore koji

ih kupuju. Zato su ti uslovi često vrlo strogi i teški za ispunjenje, tako da kotaciju ne mogu da dobiju izdavaoci slabije ekonomske snage ili sumnjive solventnosti i sigurnosti poslovanja.

Prije donošenja propisa koji su regulisali pitanja stavljanja hartija od vrijednosti na listing dolazilo je do prevara investitora, tako da su prodavane i akcije nepostojećih rudnika ili prezaduženih preduzeća. Naročito je na berzama zaoštrena kontrola nad hartijama od vrijednosti nakon berzanskog sloma 1929. godine. Zakonom koji je donijela Ruzveltova administracija 1934. godine (Zakon o osnivanju Securities and Exchange Commission), propisani su uslovi koje neka hartija od vrijednosti mora ispuniti da bi se njome moglo poslovati na američkim berzama. Preduzeće koje želi da dobije dozvolu za plasman svojih hartija mora da ispuni sledeće uslove:

- a) mora dati kratak opis svog poslovanja, datum osnivanja, čistu dobit za poslednjih 10 godina, navesti berze na kojima je akcija već kotirana, najviši i najniži kurs kao i obim trgovanja akcijom;

- b) mora podnijeti završni račun kao i godišnje izvještaje o poslovanju za poslednjih pet godina;

- c) mora dati spisak rasporeda akcija po vlasnicima.

U svijetu danas postoje dva načina regulisanja uslova za stavljanje na listing hartija od vrijednosti. U državama koje su prihvatile sistem samostalnih berzi, same berze donose pravila u kojima regulišu te uslove, s tim što je njihovo stupanje na snagu uslovljeno prethodnim odobrenjem nadležnog državnog kontrolnog organa (najčešće komisije za hartije od vrijednosti). Takav je slučaj sa anglosaksonskim i našim berzama.

Sa druge strane, države sa sistemom nesamostalnosti berzi, regulišu uslove za stavljanje na listing hartija od vrijednosti zakonima i podzakonskim aktima, ostavljajući ponekad

berzama samostalnost u uređenju manje značajnih pitanja. To je slučaj sa Francuskim, Italijanskim i Njemačkim berzama. Direktiva o prijemu Evropske ekonomske zajednice iz 1979.⁵⁶ godine obavezala je sve države članice i njihove berze da u svoje akte unesu minimalne uslove za stavljanje na listing u cilju njihovog ujednačavanja. Svaka država i svaka berza ima pravo da predvidi strože, ali ne i blaže, uslove od onih koji su utvrđeni u Direktivi. Ova direktiva ima za cilj da ravnopravno oblikuje zaštitu ulagača na nivou zajednice i to na osnovu jedinstvenih garancija u svakoj pojedinačnoj zemlji.

Uslovi koji se uobičajeno traže za prijem hartija u berzanski promet mogu da se podijele na dvije grupe. Jedni se tiču izdavaoca, a drugi se tiču samih hartija. Sem toga, često se u propisima pravi razlika između uslova za kotiranje akcija i uslova za kotiranje obligacionih hartija od vrijednosti, kao što su obveznice, blagajnički i komercijalni zapisi te cetifikati. Najzad osobito privilegovani položaj uživaju hartije od vrijednosti koje je izdala država, jer se za njihovo kotiranje ne traži niz uslova koji se traže za ostale hartije.

To je sasvim normalno, obzirom da je kod njih povjerilacki rizik najmanji, jer se država smatra najsigurnijim dužnikom i platišom.

3.1.3. Uslovi u vezi sa izdavaocem hartija od vrijednosti

Radi se o sledećim uslovima:

1) Emitent je dužan da berzi podnese odgovarajući zahtjev i propisanu dokumentaciju;

⁵⁶ Direktiva Savjeta EU br. 79/279/EEZ od 5.03.1979. („Službeni list EU“ br. 1. 66. od 16.03.1979) o usklađivanju uslova emisije, hartija od vrijednosti za javni upis na berzi hartija od vrijednosti. Prečišćen tekst saglasno direktivama Savjeta EU izmjenama i dopunama od 24.05.1979. („Službeni list“ br. 293/90), od 03.03.1982 (Službeni list“ br. 62/23) i od 12. 06.1985. („Službeni list“ br. 302/157).

2) Izdavalac mora da bude osnovan u skladu sa zakonom i da posluje u skladu sa propisima. Tokijska berza⁵⁷ postavlja uslov da emitent ima i tri i više godina kontinuiranog poslovanja od osnivanja ako se radi o kompanijama, a isti uslov postavlja i Frankfurtska elektronska berza. Ispunjenost ovog uslova se dokazuje tako što se berzi podnosi kopija odluke o osnivanju i kopija statuta izdavaoca. (Radi se o listingu domaćih hartija prvog sektora). Pravila Njujorške berze, međutim, predviđaju da kompaniji izdavalac bude od nacionalnog interesa;

3) Vjerovatna ukupna berzanska vrijednost hartija (tzv. kapitalizacija) čija se kotacija traži mora da bude u visini minimalnog propisanog iznosa. Direktiva o prijemu evropske zajednice predviđa da minimalna vrijednost akcija za koje se traži kotacija^{57/1}, odnosno kapital njihovog izdavaoca, mora da iznosi jedan milion evropskih obračunskih jedinica. Frankfurtska elektronska berza predviđa da ukupna nominalna vrijednost hartija za koje se izdaje dozvola mora da iznosi najmanje 2,5 miliona DEM, kada su u pitanju akcije, odnosno 0,5 miliona DEM za sve ostale vrste hartija od vrijednosti. Tokijska berza postavlja uslov da kompanija ima akcijski kapital od jedne milijarde jena ili više, neoporezovani profit od najmanje 100 miliona jena u prvoj i najmanje 400 miliona jena u drugoj do poslednje dvije godine;

⁵⁷ Na Tokijskoj berzi domaće akcije se stavljaju na listing Prvog sektora ili Drugog sektora, a inostrane akcije na listing Inostranog sektora. Nove akcije domaćih kompanija stavljaju se na Drugi sektor listinga na kraju svake godine, Berza provjerava da li kompanije sa ovog sektora mogu da pređu na Prvi sektor listinga. Kompanije koje zadovolje kriterijume prelaze sa Drugog na Prvi sektor listinga. Istovremeno kompanije sa Prvog sektora koje ne ispunjavaju utvrđene kriterijume, premještaju se na Drugi sektor.

Izvor: Tokyo Stock Exchange 1999. Fact book, Tokyo, Tokyo Exchange.

^{57/1} Postupak prijema u kotaciju predstavlja niz berzanskim pravilima regulisanih radnji berzanskih organa i podnosioca zahtjeva u cilju donošenja odluke o puštanju hartije u kotaciju.

4) Izdavalac mora da objavi ili podnese godišnje izvještaje o svom poslovanju tokom propisanog minimalnog broja godina koje prethode njihovom zahtjevu za prijem akcija u kotaciju. Naše berze traže da je emitent poslovao sa pozitivnim finansijskim rezultatom. Neke berze postavljaju i uslov da je emitent isplaćivao dividende u skladu sa odlukama svojih organa. Prema direktivi Savjeta EU 79/279 EEZ društvo mora, da objavi ili dostavi svoje godišnje bilanse, i završne račune za 3 poslednje poslovne godine koje prethode zahtjevu za emisiju za javnu upis;

5) Emitenti moraju da djeluju u skladu sa opštim interesom i zaštitom investitora;

6) Izdavalac mora da navede berze na kojima se hartija već kotira.

3.1.4. Uslovi za stavljanje na listing koji se odnose na same hartije od vrijednosti.

Uslovi za stavljanje na listing koji se odnose na same hartije od vrijednosti su sledeći:

1) hartija mora da bude izdata u skladu sa važećim propisima mora, imati formalna obiležja i sadržati sve obavezne elemente predviđene zakonom i drugim propisima;

2) Hartije čije se kotiranje traži, mora da su slobodno prenosive.

Direktiva savjeta EU 79/279 EEZ takođe predviđa da akcije mora da budu bezuslovno prenosive, s tim što nadležni organi mogu akcije koje nijesu potpuno uplaćene da izjednače sa akcijama koje su bezuslovno prenosive ukoliko su donijete pravno valjane mjere da se prenos ovih akcija ne ograničava i ukoliko je transparentnost transakcija osigurana primjerenim obavješćavanjem javnosti. Takođe i obveznice moraju da budu

bezuslovno prenosive. Nadležni organi mogu obveznice koje nijesu potpuno uplaćene da izjednače sa obveznicama koje su bezuslovno prenosive ukoliko su donijete privremene mjere da se prenos ovih obveznica ne uslovljava i ukoliko je transparentnost transakcije osigurana primjerenim obavještanjem javnosti.

3) Ako prijemu hartija od vrijednosti prethodi njihova emisija putem javnog poziva za upis i uplatu, onda on može da se odobri tek po proteku perioda predviđenog za njihov upis i uplatu. Frankfurtska berza predviđa da hartije od vrijednosti moraju biti potpuno uplaćene, ako nije riječ o akcijama osiguravajućih zavoda;

4) Akcije čije se kotiranje traži mora da budu rasprostranjene u dovoljnom broju i distribuirane na geografski širem području. Tokijska berza postavlja uslov da broj akcija na listingu bude 4 miliona i više, do 80% akcija na listingu u vrijeme listiranja u vlasništvu 10 najvećih akcionara i do 75% do kraja poslovne godine po stavljanju na listing;

5) Zahtjev za prijem u kotaciju mora da se odnosi na sve hartije iste vrste koje je izdavalac emitovao. Direktiva o prijemu dozvoljava državama članicama Evropske zajednice, da svojim propisima izuzmu iz primjene ovog pravila blokove akcija koje služe za održavanje kontrole nad trgovačkim društvom;

6) Najzad, izdavalac mora da objavi na propisani način, uz prethodno odobrenje berze, propisane podatke o sebi i svojim hartijama, kako bi zainteresovanim ulagačima omogućio da steknu potpunu i istinitu predstavu o njihovoj vrijednosti. Prema direktivi Savjeta EU emitent mora hitno obavijestiti javnost o novim bitnim činjenicama koje su nastale u njegovoj djelatnosti i koje nijesu poznate javnosti, a koje bitno utiču na njegovu likvidnost.

Pored ovih opštih uslova svaka berza utvrđuje i niz posebnih uslova zavisno od svojih potreba i interesa. Tako u anglosaksonskim berzama je uvijek zabranjeno svakom njihovom članu da učestvuje u trgovini hartijama koje je on izdao ili su izdala pravna lica u kojima on ima kontrolni deo. Isto pravilo je predviđeno i pravilnikom naše Komisije za hartije od vrijednosti (član 27.). U Francuskim berzama jedna hartija može da se kotira samo u jednoj berzi, a ne u više berzi (tzv. načelo jedinstva kotiranja).

3.1.5 Način prijema hartija u kotaciji

Zависи od toga da li su berze samostalne ili ne. Samostalne berze samostalno odlučuju o prijemu hartija u svoju kotaciju na osnovu zahtjeva zainteresovanog lica, kojim se, u tom cilju, pred njihovim nadležnim organom, pokreće posebno regulisani postupak. One su samostalne u tom odlučivanju i država ne može da im nametne kotiranje neke hartije na njenom tržištu, ali ima pravo da je isključi iz kotacije u zakonskim predviđenom slučaju. U nesamostalnim berzama postoje tri vrste kotiranja hartija s obzirom na njegov osnov i način stavljanja u berzanski promet. Te vrste su kotiranje po osnovu zakona, po osnovu odluke nadležnog državnog organa, i po osnovu odluke same berze, a na zahtjev zainteresovanog lica.

Postupak prijema odnosno registracije hartija od vrijednosti na berzi, predstavlja poslednju potvrdu ispunjenosti opštih uslova pravne i finansijsko-ekonomske prirode, koju treba da obezbijede kvalitet hartije od vrijednosti (njenu likvidnost, bonitet) pred njeno uključivanje u trgovinu na berzi.

U pravu većine zemalja postupak kotacije počeće emitent sa svojim zahtjevom za kotaciju konkretne hartije od vrijednosti sa iscrpnim podacima o sebi i hartiji, uz koje prilaže odobrenje nadležnog državnog organa o emisiji hartije.

Prema Zakonu o hartijama od vrijednosti RCG Pravilima berze uređuje se listinig hartija od vrijednosti.⁵⁸ U praksi Nove berze hartija od vrijednosti, njen Upravni odbor donio je Pravila⁵⁹ i Pravilnik o kotaciji.⁶⁰

Komisija za kotaciju je posebni organ berze koji je nadležan za odlučivanje o prijemu hartija od vrijednosti u kotaciju na berzi. Komisija za kotaciju ima tri redovna i dva rezervna člana. Članove koji ispunjavaju uslove imenuje Upravni odbor berze na period od dvije godine. Članovi Komisije za kotaciju se biraju iz reda zaposlenih na berzi, članova Berze i drugih stručnjaka, a može biti imenovano lice koje ima visoku stručnu spremu ekonomske ili pravne struke. Komisija za hartije usvaja odluke glasanjem, nakon rasprave, na sjednici koja nije javna. Komisija za kotaciju odlučuje o predmetima za koje je nadležna, na osnovu pismenih zahtjeva emitenta, odnosno na sopstvenu inicijativu.

Komisija razmatra zahtjeve emitenata i donosi rješenje o kotiranju akcija i drugih hartija od vrijednosti na berzi, tj. donosi rješenje o stavljanju ovih hartija od vrijednosti na: 1.

⁵⁸ Član 57 ZHV RCG

⁵⁹ Skupština Nove berze hartija od vrijednosti Crne Gore AD Podgorica na sjednici održanoj dana 20. septembra 2001. godine donijela je Pravila berze.

⁶⁰ Upravni odbor Nove berze na sjednici održanog 24. 12. 2001. godine donio je pravilnik o Kotaciji.⁶¹ Uslovi koje emitent treba da ispuni da bi njegove akcije, obveznice ili druge hartije od vrijednosti mogle biti primljene na „A“ listu berzanske kotacije su:

- 1) zahtjev i odluka nadležnog organa o podnošenju zahtjeva;
- 2) da je emitent registrovan kao pravno lice najmanje tri godine, s tim da ako je emitent novoosnovano akcionarsko društvo koje je nastalo udruživanjem više društava, odnosno podjelom postojećeg društva, datumom registracije se smatra datum registracije jednog od društava koje se udružilo, odnosno društva koje se podijelilo;
- 3) ako je akcijski kapital minimum 2,5 miliona euro;
- 4) da je obim hartija od vrijednosti najmanje 100.000 euro;
- 5) da emitent nije poslovaao sa gubitkom poslednje godine;
- 6) da je broj akcionara ili vlasnika hartija od vrijednosti minimum 100;
- 7) da emitent nema kašnjenja u isplati dividende akcionarima ili isplate glavnice ili kamate na izdate hartije od vrijednosti;
- 8) da ne postoje ograničenja u prometu hartija od vrijednosti ili prava vlasnika;
- 9) da emitent sačinjava i objavljuje finansijske izvještaje u skladu sa ZHV RCG.

listu „A“⁶¹ i 2. listu „B“⁶² 3. slobodnom berzanskom trgovanju.

Predsjednik komisije za kotaciju najkasnije u roku od sedam dana od prijema zahtjeva provjerava:

- da li ga je podnijelo lice koje ima na to pravo,
- da zahtjev sadrži propisane podatke,
- da li su uz zahtjev dostavljeni prilozi iz člana 8⁶² Pravilnika o kotaciji.

⁶¹ Uslovi koje emitent treba da ispuni da bi njegove akcije, obveznice ili druge hartije od vrijednosti mogle biti primljene na „B“ listu berzanske kotacije su:

- 1) zahtjev i odluka nadležnog organa o podnošenju zahtjeva;
- 2) da je registrovan kao pravno lice najmanje 1 godinu, s tim da ako je emitent novoosnovano akcionarsko društvo koje je nastalo udruživanjem više društava, odnosno podjelom postojećeg društva, datumom registracije se smatra datum registracije jednog od društva, koje se udružilo, odnosno društva koje se podijelilo;
- 3) da je obim emisije hartije od vrijednosti namanje 25.000 euro
- 4) da je broj akcionara ili vlasnika hartija od vrijednosti minimum 25;
- 5) da emitent nema kašnjenja u isplati dividende akcionarima ili isplate glavnice i kamate na izdate hartije od vrijednosti;
- 6) da ne postoje ograničenja u prometu hartije od vrijednosti ili prava vlasnika hartija, po bilo kom uslovu;
- 7) da emitent sačinjava i objavljuje finansijske izvještaje u skladu sa ZHV RCG.

Hartije od vrijednosti čiji je emitent Vlada RCG ili je za njih izdala garanciju određenu zakonom uvrštavaju se u berzansku kotaciju na listi „A“ ili „B“ po njihovom zahtjevu bez obzira na ispunjavanje kriterijuma.

⁶² Uz zahtjev za kotaciju hartija od vrijednosti, u praksi Nove berze potrebno je podnijeti i sljedeću dokumentaciju:

- 1) prospekt za berzansku kotaciju, koji sadrži naročito najznačajnije podatke o poslovanju emitenta;
 - 2) rešenje o upisu u sudski registar;
 - 3) prospekt za novu emisiju hartija od vrijednosti, i rešenje o uspješnosti te emisije Komisije za hartije od vrijednosti;
 - 4) kopiju Statuta i svih njegovih izmjena i dopuna;
 - 5) poslednji završni račun i izvještaj revizora;
 - 6) spisak 10 najvećih imalaca hartija od vrijednosti sa podatkom o veličini njihovih udjela;
 - 7) ukupan broj akcionara i spisak onih koji posjeduju akcije koje nose više od 10% prava glasa;
 - 8) procenat hartija od vrijednosti u vlasništvu direktora i upravnog odbora emitenta;
 - 9) dokaz o uplati naknade za rješavanje zahtjeva o prijemu u berzansku kotaciju
 - 10) bilo koju dodatnu informaciju ili dokument koji zahtjeva berza.
- Zahtjev se mora odnositi na cjelokupnu klasu emitovane hartije od vrijednosti.

Potpun zahtjev za prijem hartija od vrijednosti u berzansku kotaciju se uvrštava na dnevni red sjednice Komisije za kotaciju najkasnije u) roku od osam (8) dana od prijema zahtjeva.

Kad Komisija za kotaciju ustanovi da su ispunjeni uslovi za berzansku kotaciju, donosi se rješenje o prijemu hartija od vrijednosti u berzansku kotaciju.

Komisija za hartije može odbiti zahtjev za prijem u berzansku kotaciju u slučaju:

- kada postoje okolnosti koje usložavaju interese investicija,
- kada emitent u roku iz drugog stava člana 10. ovog Pravilnika, zahtjev primjerno ne dopuni odnosno ne ispravi, i
- da i po dopuni odnosno ispravci zahtjeva, uslovi za prijem nijesu ispunjeni.

Poslije registracije hartija na listingu i objavljivanja podataka o tome, mora da protekne određeni vremenski period prije nego što počne da se efektivno trguje hartijama. U praksi Nove berze to je rok od petnaest dana od dana uručenja rješanja o prijemu hartija od vrijednosti u berzansku kotaciju. Taj period treba da omogući berzijancima da se upoznaju sa novom hartijom i da ocijene njenu vrijednost, a i da berza obezbijedi uslove da se takvom hartijom može trgovati i da se ponuda i tražnja međusobno povezuju.

Za trgovanje kratkoročnim hartijama od vrijednosti shodno se primjenjuju sve odredbe Pravilnika o kotaciji berze koje važe za trgovanje i kotiranje dugoročnih hartija od vrijednosti.

Na Novoj berzi se mogu kotirati i strane hartije od vrijednosti. Uz zahtjev za prijem strane hartije od vrijednosti, emitent mora priložiti i prevod stranog zakona koji važi za hartije na koje se zahtjev odnosi.

Prijem hartija od vrijednosti u berzansku kotaciju na teritoriju republike Srbije pored normativnih akata Beogradske berze reguliše i Pravilnik o obezbjeđavanju uslova za funkcionisanje finansijskog tržišta (Sl. list SRJ br. 2/96).

Na nivou EU donijeta je Direktiva br. 79/279 EEC o uključivanju na berzanske liste pojedinih hartija od vrijednosti od 1979. godine čime su harmonizovani uslovi za kotaciju hartija od vrijednosti na berzi na minimalnom nivou za države – članice EU i njihove berze.⁶³

Princip kotacije hartija od vrijednosti je veoma važan jer njegova primjena, uglavnom dobija određenu garanciju da su hartije od vrijednosti likvidne i kvalitetne, te da je likvidan i solidan njihov emitent, pošto su ih sa aspekta njihovog boniteta provjerili stručnjaci berze. Berza neće kotirati sve emisije hartija od vrijednosti, već samo one, koje po njenoj procjeni obezbjeđuju likvidnost i stabilnost finansijskog tržišta.

3.1.6. Ugovor o listingu (kotaciji)

To je ugovor po pristupu kojim se berza, kao jedna ugovorna strana, obavezuje da organizuje i održava kotaciju hartije izdavaoca, kao druge ugovorne strane, a izdavalac se obavezuje da vrši potpuno i tačno obavještenje berze i javnosti o činjenicama značajnim za promet njihove hartije i da berzi plaća odgovarajuću proviziju. Zakon o berzama od 1994. godine ne predviđa ovaj ugovor. On samo predviđa da o kotaciji efekata odlučuje Komisija za kotaciju svake berze. Pravila Beogradske berze predviđaju da Berza sa emitentom zaključuje ugovor o kotaciji na osnovu rješenja Komisije Berze. Ugovor

⁶³ Official journal NO. L. 66, 16/03 1979 P. 21; OJ NO. L 100, 17/04/1980, P. 1; OJ NO. L. 48, 20/02/1982, P. 26.

o kotaciji sadrži uzajamna prava i obaveze Berze i emitenta. Formu ugovora o kotaciji propisuje upravni odbor Berze, u skladu sa zakonom i Pravilima berze.

3.1.7. Prestanak kotacije ili brisanje sa listinga.

Do brisanja sa listinga određenog efekta dolazi u slučaju kada on prestane da ispunjava uslove koji su propisani za prijem u kotaciju. Sa stanovišta ugovornog prava, tu se radi o raskidu ugovora o listingu određene hartije, bilo da je do toga došlo odlukom berze (samoinicijativno), bilo na zahtjev države ili njenih imalaca, ili na zahtjev samog izdavaoca.

Na Tokijskoj berzi hartija od vrijednosti skida se sa listinga na osnovu utvrđenih kriterijuma kao što je niska likvidnost, koja onemogućava formiranje fer cijena ili bankrot kompanije.

Po pravilima Montenegro berze hartija od vrijednosti se briše sa listinga berze u sledećim slučajevima:

- (1) ako je hartija iskupljena ili zamijenjena;
- (2) na zahtjev emitenta, odnosno garanta;
- (3) na osnovu odluke nadležnog organa;
- (4) ako je trgovanje hartijom od vrijednosti nedovoljno aktivno bilo zbog smanjenja njene količine, ograničeno u trgovanju ili nedovoljnog interesa;
- (5) ako je emitent propustio da berzu obavijesti o bitnim detaljima iz svog poslovanja;
- (6) ako je nad emitentom ili garantom pokrenut postupak, sanacije, stečaja ili likvidacije;
- (7) ako dođe do neispunjenja nekog od uslova na osnovu koga je donijeto rješenje o kotaciji;
- (8) zbog neizmirenja obaveza po emitovanim i prodanim hartijama;
- (9) ako je hartija od vrijednosti brisana sa listinga druge berze.

Protiv rješenja Komisije za kotaciju efekata može da se izjavi žalba Upravnom odboru u roku od 8 dana od dana prijeme odluke.

U Pravilima o kotaciji Nove berze predviđa se da komisija za kotaciju može isključiti pojedinu hartiju od vrijednosti iz berzanske kotacije uz prethodno obavješćavanje Komisije za hartije od vrijednosti. Prema ovom Pravilniku hartija od vrijednosti može biti isključena iz berzanske kotacije ako:

- se hartijom od vrijednosti ne trguje više od šest mjeseci,
- emitent ili hartija od vrijednosti više ne ispunjavaju uslove za berzansku kotaciju,
- emitent ne dostavi tražene podatke i informacije,
- se ispostavi da je hartija od vrijednosti bila primljena u berzansku kotaciju na osnovu neistinitih ili pogrešnih podataka,
- je pokrenut postupak likvidacije odnosno stečaja emitenta ili emitent prestane da postoji,
- da nadležni organ emitenta odluči da povuče hartije od vrijednosti iz berzanske kotacije,
- nastupe drugi razlozi na osnovu kojih Komisija za kotaciju ustanovi da ugrožavaju sigurnost investitora.

Hartiju može da isključi iz kotacije i nadležni državni kontrolni organ. Kod nas je to Komisija za hartije od vrijednosti, koju u našem pravu na to jedino jasno ovlašćuje Pravilnik o kotaciji Nove berze hartija od vrijednosti

Od brisanja hartije sa listinga treba da se razlikuje njena suspenzija iz trgovine. Dok brisanje povlači trajno isključenje hartije iz kotacije, dotle suspenzija samo privremeni prestanak sa njenom trgovinom. Ona se najčešće vrši kada se očekuje objavljivanje informacije za koju se predpostavlja da bi mogla da utiče na kurs određene hartije iz bilo kog razloga koji onemogućava njenu normalnu trgovinu.

3.1.8. Vrste hartija

Hartija koja je predmet ugovora mora biti tačno određena. Predmet na našim berzama prema veličini može biti svežanj (svežanj je skup pojedinih hartija koje čine jedinicu kojom se trguje), pojedinačna hartija (pojedinačne hartije su hartije koje su po količini manje od svežnja kao jedinice trgovanja) Lot (lot je skup jedinačnih mjera robe koje čine jedinicu kojom se trguje). Član 36. Pravila Nove berze kaže da se hartijama od vrijednosti trguje u lotovima. Jedan lot po ovom članu predstavlja količinsku jedinicu za trgovanje na berzi, s tim da jedan lot predstavlja jedan komad hartije od vrijednosti. Količina može biti samo prirodni broj.

Zbog postojanja više izdavalaca jedne iste vrste hartija kotiranih u istoj berzi, potrebno je da se u ugovoru tačno odredi izdavalac one vrste hartija koja se kupuje odnosno prodaje. Pored firme i sjedišta emitenta mora se navesti vrsta hartije, oznaka serije, nominalna vrijednost, mjesto i datum izdavanja i broj hartija koje se prodaju odnosno kupuju. Tek kada se navedu svi ovi elementi može se smatrati da je hartija kao predmet ugovora precizno određena po vrsti.

Pored kratkoročnih i dugoročnih hartija od vrijednosti predmet obaveze prodavca mogu da budu i prava u vezi sa hartijama od vrijednosti. U svijetu su poznate dvije vrste takvih prava: (1) pravo na upis i (2) pravo na dodjelu. Pravo preče kupovine sadržano je i potvrđeno u vorantu (warant između ostalog, znači garancija, potvrda). To je poseban dokument koji daje pravo kupcima koji su ga dobili, da po cijeni utvrđenoj unaprijed i označenoj u vorantu izvrši kupovinu određene hartije od vrijednosti (voranti su karakteristični za akcije i obveznice, ali vorant može da se odnosi na bilo koji instrument finansijskog tržišta). Voranti mogu biti prenosivi i ako su takvi da uđu u kotaciju, te da se prodaju i kupuju putem berzanskih ugovora.

U posljednje vrijeme predmet berzanskih ugovora su sve više i takozvane izvedene hartije od vrijednosti ili finansijski derivati.⁶⁴

U pravnoj teoriji vode se polemike dali pojedine isprave mogu steći svojstvo hartija od vrijednosti upotrebom u poslovnoj praksi. Iako je kod nas vladajuće shvatanje da se svojstvo hartije od vrijednosti može steći jedino na osnovu izričitih odredaba zakona (izuzetak je jedino Zakon o hartijama od vrijednosti RCG)⁶⁵ treba reći da shvatanje da isprava može upotrebom u poslovnoj praksi steći svojstvo hartije od

⁶⁴ Finansijski derivati, odnosno finansijski ugovori su ugovori čija je forma standardizovana i tipizirana, putem kojih se ostvaruje terminska prodaja (obaveze se ne izvršavaju odmah po zaključenju ugovora) predmeta berzanske trgovine. Trgovina finansijskim derivatima nije ništa drugo do prodaja zaključnica, koje su kupci i prodavac stekli kao dokaz o zaključenom ročnom berzanskom poslu. O finansijskim derivatima se još uvijek malo zna i na našim berzama se na njima ne trguje i ako ih Zakon o hartijama od vrijednosti i pravila berze predviđaju i dozvoljavaju trgovinu sa njima.

Da bi jedan berzanski posao mogao da bude predmet novog berzanskog posla: 1) berzanski ugovor mora da bude ročan; 2) berzanski posao mora da bude prenosiv; 3) berzanski posao mora da bude standardizovan. To znači da on mora da bude strogo u skladu sa imperativnim berzanskim normama o ustanovljenim osobinama u pogledu svog predmeta i vrste i količine hartija), roka dospelosti i načina isporuke hartije, te isplate cijene. Standardizacijom se postiže da berzanski poslovi postanu roba, tako da se od sredstava pravnog prometa, pretvaraju u njegove objekte.

⁶⁵ Prema članu 2 ZHV RCG hartije od vrijednosti u smislu tog zakona su:

- 1) akcije koje glase na dio kapitala akcionarskog društva;
- 2) obveznice kojima se emitent obavezuje da imaocu obveznice u roku njene dospelosti isplati iznos nominalne vrijednosti obveznice i ugovorenu kamatu;
- 3) certifikat o depozitu kojima se emitent obavezuje da imaocu certifikata isplati iznos deoponovanih sredstava sa pripadajućom kamatom u utvrđenom roku;
- 4) ugovor o opciji za sticanje ili raspolaganje bilo kojom hartijom od vrijednosti (opcija);
- 5) ugovor za sticanje ili raspolaganje bilo kojom hartijom od vrijednosti koja će biti ostvarena u budućnosti, i to na dan i po cijeni utvrđenim ugovorom na dan zaključenja ugovora (fjučers);
- 6) jedinice u kolektivnim investicionim šemama izdate u skladu sa posebnim zakonom;
- 7) Drugi finansijski instrument koji se propisima Komisije za hartije od vrijednosti odrede kao hartije od vrijednosti ne uključujuće:
 - ček i mjenicu;
 - državni zapis sa rokom dospjeća do kraja budžetske godine;
 - komercijalne hartije od vrijednosti (uputnice, kreditno pismo, konosman, tovarni list, skladišnica),
 - drugi instrument za koji Komisija utvrdi da nije hartija od vrijednosti u smislu ovog zakona.

vrijednosti sve više ima pristalica u pravnoj teoriji i da se smatra savremenon jer se na taj način efikasnije i adekvatnije udovoljava zahtjevima poslovnog prometa.

3.2. CIJENA

3.2.1. *Pojam*

Cijena je drugi bitni sastojak ugovora o prodaji hartija od vrijednosti. Ona je novčana naknada koju je kupac dužan da plati prodavcu za stvar koju kupuje. Cijena je predmet kupčeve obaveze kao što je stvar predmet prodavca.

Cijena hartije od vrijednosti može biti jednaka nominalnoj vrijednosti, veća ili manja od te vrijednosti. Tržišna vrijednost hartija od vrijednosti je cijena po kojoj se prodaje na tržištu. Kada je tržišna vrijednost hartije jednaka njenoj nominalnoj vrijednosti, onda se radi o „al pari“ vrijednosti, a u koliko je ispod ili iznad nominalne vrijednosti radi se o „ispod pari“, odnosno „iznad pari“ tržišnoj vrijednosti.

Cijena, kao bitan element ugovora o kupoprodaji hartija, se označava u ugovoru pojedinačno po jednoj hartiji i ukupnom iznosu. U pogledu određenosti cijene u berzanskom ugovoru, postoje određene razlike u odnosu na obligaciono pravo. U obligacionom pravu se smatra da je cijena određena i kad je samo odredljiva na osnovu elemenata koje ugovor sadrži. Za to je dopušteno da se ugovori tzv. tekuća cijena ili da je odredi treće lice (član 464. i 465. ZOO) U ugovorima u privredi, cijena, čak, više nije bitan, već prirodni element, jer se smatra, kad ona nije određena ni odredljiva, da je ugovorena cijena koju je prodavac redovno naplaćivao u vrijeme zaključenja ugovora, a u nedostatku ove razumna cijena (član 462, stav 2. ZOO).

U berzanskim ugovorima, međutim, cijena uvijek mora da bude tačno određena, jer su oni u suprotnom ništavni. To je sasvim normalno, kad se ima u vidu tehnika njihovog brzog

zaključivanja i izvršavanja, gdje nema vremena za naknadno utvrđivanje u ugovoru određene cijene.

Utvrdjivanje kursa hartija od vrijednosti predstavlja jednu od osnovnih osobina berze. Naime, utvrđivanje, objavljivanje kurseva hartija od vrijednosti obeležavaju početak procesa realizacije berzanskih poslova.

3.2.2. Berzanski kurs

Berzanski kurs označava javno publikovanu cijenu berzanskog materijala koja je formirana u okviru jednog berzanskog sastanka. Od njega treba razlikovati tržišnu vrijednost (cijenu, kurs) materijala koja može da bude ista, veća ili manja u odnosu na berzanski kurs. Jer, dok berzanski kurs predstavlja stanje ponude i tražnje u određeno vrijeme, na određenom mjestu i u okviru zvanične berzanske trgovine, tržišna vrijednost je cijena materijala po kojoj se on kupuje ili prodaje na svim drugim mjestima na sve druge načine.

Pravilima berze se određuju uslovi, postupak i način kotiranja berzanskog materijala. A što se tiče visine kursa, on zavisi od iskazane ponude i tražnje na berzi za određenim materijalom. U zavisnosti od tih razloga on može da varira naniže ili naviše. Ti razlozi se tiču samog berzanskog materijala. Tako, kada se radi o hartiji od vrijednosti, kurs će varirati u zavisnosti od visine dividende, mogućnosti poslovanja u budućnosti, prisutne sumnje u solventnost preduzeća. Međutim, pored posebnih razloga, na variranje kursa berzanskog materijala utiču i opšti razlozi. To mogu da budu razlozi ekonomske (obilje ili nedostatak kapitala, opasnost od devalvacije, porast ili pad interesne stope...) ili političke prirode (strah od nacionalizacije, opasnost od izbijanja rata).

Berzansku kursevi hartija od vrijednosti se najčešće određuju pomoću berzanskog softvera.

Berzanske cijene se formiraju na aukcijski način. Ali, za razliku od obične aukcije, gdje postoji samo jedan prodavac

vac, a više kupaca koji se takmiče, berzanska aukcija je dvosmjerna. U njoj učestvuje više kupaca i prodavaca, koji se međusobno takmiče. Kupci nastoje da kupe po što nižoj cijeni, a prodavci da prodaju po što višoj cijeni. Predmet trgovanja uspijeva da kupi onaj kupac koji, u datom trenutku, ponudi prodavcu višu cijenu od ostalih kupaca. I obrnuto, predmet trgovanja uspijeva da proda onaj trgovac koji kupcima traži nižu cijenu od ostalih prodavaca.

3.2.3. Razlika berzanskog kursa i cijene

Od berzanskog kursa treba razlikovati tržišnu vrijednost, (cijenu, kurs) materijala koja može da bude ista, veća ili manja u odnosu na berzanski kurs. Razlike su sledeće:

1) Cijena ima pojedinačni karakter i bitan je element svakog pojedinog berzanskog posla. Kurs ima opšti karakter za sve berzanske poslove zaključene na jednom berzanskom sastanku, jer služi kao osnova za određivanje cijene u svakom pojedinačnom berzanskom poslu.

2) Cijenu određuju saglasnošću volja sami ugovornici u berzanskom poslu a kurs utvrđuje nedležni berzanski organ, na osnovu djelovanja opšteg zakona ponude i tražnje, odnosno zavisno od opšteg odnosa ponude i tražnje predmeta trgovanja na berzanskom tržištu. Istina, najčešće se cijena u berzanskom poslu poklapa sa kursom hartija koji je dostignut u trenutku njegovog zaključivanja. To je zbog same tehnike zaključivanja berzanskih poslova, u kojoj ugovorne strane unaprijed pristaju, u trenutku davanja berzanskog naloga svojim posrednicima, na onaj kurs koji se bude kotirao u trenutku njihovog izvršenja i, time, zaključenja posla. Mogućnost odstupanja cijene od kursa postoji samo kada nalogodavac stavi neku posebnu rezervu u nalog i kada se kotiranje vrši metodom utvrđivanja promjenljivog (varijabilnog) kursa, koji se stalno mijenja od posla do posla, kako pristižu nalozi, da bi se

tek na kraju sastanka utvrdilo, na osnovu prosjeka, jedinstveni kurs za taj dan.

3. Cijena može da izražava bilo nominalnu, bilo tržišnu vrijednost pojedine hartije. Kurs uvijek izražava njenu ukupnu tržišnu (berzansku vrijednost) određenog dana.

4. Dok se cijena iz svakog pojedinog berzanskog ugovora ne objavljuje, kurs se objavljuje u kursnoj listi, u raznim izvještajima, novinama i kompjuterskim sistemima.

5. Kurs se odnosi samo na jedan komad hartije, a cijena na ukupnu količinu kupljenih hartija, koja je predmet berzanskog posla. Kurs je dnevni prosjek tržišne vrijednosti jedne hartije u jednoj berzi.

3.2.4. Vrste kurseva

Ima više pravno značajnih podjela kurseva.

Zavisno od vrste predmeta berzanske trgovine čiju prometnu vrijednost izražava, razlikuju se kurs hartija od vrijednosti, od kursa zlata, deviza, novca i robe.

Prema vremenu i svrsi utvrđivanja, kurs može da bude početni, međukurs (srednji), zaključni i kompenzacioni.

Prema metodu utvrđivanja kurs može da bude jedinstven i promjenljiv (varijabilan), kada se na berzi trguje putem jedinstvenog kursa tada berza traži kurs koji preovlađuje među prispjelim kupovnim i prodajnim nalogima na određenom sastanku, jer on omogućava da se ostvari najveći berzanski promet. Kada se taj kurs utvrdi, on se proglašava za jedinstveni. Za tu kotaciju, za taj berzanski sastanak, berzanski poslovi za određeni materijal mogu da se zaključuju samo po tom kursu. Ukoliko se na berzi trguje na osnovu varijabilnog kursa tada je ovlašćeno lice dužno da svim učesnicima na berzi saopšti početni kurs, svaku njegovu promjenu, kao i završni kurs. Primjer formiranja varijabilnog kursa su francuske berze u kojima se primjenjuje sistem pomoću koga se na početku berzanskog dana odredi početni kurs, a prilikom

svakog narednog prometa odredi se novi klizni kurs, odnosno kurs varira sa iskazanom ponudom i tražnjom. Poslednji kurs tog dana naziva se zaključni kurs.

Na Njujorškoj berzi (NYSE) primjenjuje se specifičan metod određivanja kurseva koji se zove „auction market“. Svaki posao registruje se putem tzv ticeta (vrsta teleksa), evidentira na tabli u berzanskoj sali, a onda se dostavlja korisnicima u SAD-u računarskog sistema. Svaki posao ima svoj kurs, jer se sučeljavanje ponude i tražnje ne vezuje za određeni trenutak, već se ostvaruje stalno – tokom radnog vremena.

Prema visini, kurs može da bude najviši i najniži.

Na osnovu mogućnosti pouzdanja clijenata u tačnost kursa, razlikuju se zvanični i nezvanični kurs.

Prema načinu izražavanja, razlikuju se novčani i procentni kurs.

Prema Pravilima Nove berze poslovi sa hartijama od vrijednosti koje su uvrštene u berzansku kotaciju mogu se zaključivati po kursevima koji ne smiju, za više od 10%, odstupati od zadatog službenog jedinstvenog kursa prethodnog dana trgovanja⁶⁶ Kurs pojedine hartije od vrijednosti na prvi dan trgovanja tom hartijom se slobodno formira. Ako pri početku berzanskog trgovanja ili tokom njega nastupe veća kolebanja kursa, odnosno druge okolnosti Upravni odbor može izmijeniti satnicu trgovanja tom hartijom od vrijednosti, odnosno trgovanje za kraće vrijeme zaustaviti dok se ove okolnosti ne normalizuju.

⁶⁶ Bez obzira na ovo ograničenje u slučaju velikih tržišnih neravnoteža ili drugih vanrednih okolnosti Upravni odbor može ograničenje kurseva za pojedine hartije od vrijednosti privremeno ukinuti, odnosno izmijeniti i o tome obavijestiti članove berze i javnost. Pravila Nove berze hartije od vrijednosti RCG, definišu službeni jedinstveni kurs i početni kurs. Službeni jedinstveni kurs određenog dana je količinom ponderisana aritmetička sredina kurseva svih tržišnih poslova, zaključenih sa pojedinom hartijom od vrijednosti, koja se određuje na kraju trgovanja na taj dan. Početni kurs utvrđuje se svakog berzanskog dana i to je kurs prvog posla obavljenog toga dana.

4 OSTALI POSLOVI SA HARTIJAMA OD VRIJEDNOSTI

4.1. Zalaganje hartija od vrijednosti

Hartija od vrijednosti se može dati u zalogu radi obezbjeđenja potraživanja povjerioca. Hartiju može založiti dužnik ili treće lice za dužnika. Zalog je ugovor između zalagodavca i zalogoprimca kojim zalagodavac predaje određeni broj hartija da bi se zalogoprimac prije svih ostalih povjerilaca mogao naplatiti iz njihove vrijednosti, ako mu potraživanje ne bude isplaćeno o dospelosti.

4.2. Hartije od vrijednosti kao sredstvo plaćanja i obezbjeđenja

ZHV RCG i ZHV SRJ utvrđuju opšte pravilo da se hartije od vrijednosti mogu koristiti i za izmirenje obaveze prema povjeriocima. Vlasnik hartije od vrijednosti može se sporazumjeti sa svojim povjeriocem da svoju obavezu prema njemu izmiri predajom određenog broja hartija određene nominalne vrijednosti. O ovome se obavezno zaključuje ugovor u kome se pored ostalog utvrđuje obeveza koja se izmiruje; način na koji se izmiruje uz precizno određenje hartija kojima se izmiruje obaveza, kao i druga pitanja od značaja za uredno izvršenjetakvog posla

4.3. Ugovor o razmjeni hartija od vrijednosti

Ugovor o razmjeni hartija od vrijednosti je takav ugovor u kome se svaki ugovornik obavezuje prema svom saugovorniku da preda stvar koja se razmjenjuje tako da on stekne pravo svojine. Iz ovog ugovora nastaju za svakog ugovornika obaveze i prava koje iz ugovora o kupoprodaji nastaju za prodavca.

II DIO

NEVAŽNOST BERZANSKIH UGOVORA O KUPOPRODAJI HARTIJA OD VRIJEDNOSTI

Glava V

PRESTANAK BERZANSKIH UGOVORA O KUPOPRODAJI HARTIJA OD VRIJEDNOSTI

1 UOPŠTE

Ugovor⁶⁷ kao osnovni izvor obligacionih odnosa može prestati na različite načine. Ugovor nekad prestaje zbog toga što se protivi nekoj zakonskoj ili, moralnoj normi, nekada zajedničkim sporazumom ugovornih stranaka (tzv. sporazum o raskidanju ugovora) i raskidom zbog neizvršenja (tzv. jednostrano raskidanje ugovora). Ugovor može prestati i usled smrti ugovornika kao i usled slučajne propasti njegovog predmeta. Svi načini prestanka ugovora mogu se, prema prirodi prestanka, klasifikovati na prestanak ugovora usled poništenja, raskida (sporazumnog ili jednostranog) smrti ugovornika i usled slučajne propasti stvari. Poništenje i raskid predstavljaju najčešće i najosnovnije načine prestanka ugovora.

2. PRESTANAK BERZANSKIH UGOVORA O KUPOPRODAJI HARTIJA OD VRIJEDNOSTI

Berzanski ugovor o kupoprodaji hartija od vrijednosti je modalitet opšteg tipa ugovora o prodaji obligacionog prava.

⁶⁷ Pojam ugovora kao osnovnog izvora obligacionih odnosa zajednički je svim pravnim sistemima.

Ipak, zbog njegovih specifičnosti koje se odnose na njegovu sadržinu i subjekte za njega važe i neka karakteristična pravila.

Prvo ovi ugovori ne mogu da budu raskinuti, niti izmijenjeni usled bitne promjene kurseva koja je nastala poslije njihovog zaključenja. Berzanski trgovci su specijalizovani privrednici, koji imaju visok nivo stručnog znanja i znaju da upravljaju rizikom promjene kursa što je uobičajena pojava na berzanskom tržištu. Kako Zakon o obligacionim odnosima u članu 133 izričito određuje da strana koja se poziva na promijenjene okolnosti ne može da zahtijeva raskid ugovora, ako je bila dužna da ih uzme u obzir u vrijeme njegovog zaključenja ili ih je mogla izbjeći ili savladati, jasno je da postoji zakonska smetnja za raskid berzanskog ugovora o kupoprodaji hartija od vrijednosti usled naknadne promjene kurseva prodatih (kupljenih hartija). Promjena ostalih vrsta okolnosti, sem kurseva, može da izazove raskid ili izmjenu berzanskog ugovora, ako su ispunjeni opšti uslovi obligacionog prava.

Tako na primjer, strana koja zahtijeva raskid ugovora ne može se pozvati na promijenjene okolnosti koje su nastale po isteku roka određenog za ispunjenje njene obaveze. Ugovor se neće raskinuti ako druga strana ponudi ili pristane da se odgovarajući uslovi ugovora pravično izmijene. Ako izrekne raskid ugovora, sud će na zahtjev druge strane obavezati stranu koja ga je zahtijevala da naknadi drugoj strani pravičan dio štete koju trpi zbog toga.

Izvanredni događaji zbog čijih nastupanja se može tražiti „izmjena ili raskid ugovora“ mogli bi biti prirodni događaji (kao što su suša, poplava, zemljotres); upravne mjere (kao što su zabrana ili sprječavanje uvoza ili izvoza, promjena sistema cijena, promjena tarifa i propisanih cijena, promjena standarda), ekonomske pojave (kao što je izuzetno nagli i veliki pad ili skok cijena).

Kao i kod drugih dvostranih ugovora i za berzanske ugovore važi pravilo, kad jedna strana ne ispuni svoju obavezu druga strana može, ako nije što drugo određeno, zahtijevati ispunjenje obaveze, ili pod uslovima predviđenim u idućim članovima, raskinuti ugovor prostom izjavom, ako raskid ugovora ne nastupa po samom zakonu, a u svakom slučaju ima pravo na naknadu štete (član 124 ZOO). U ovom članu nalaze se opšta prava povjerilaca u dvostranno obaveznom ugovoru, kad dužnik ne ispuni svoju obavezu. Dva prava stoje na raspolaganje povjeriocu. To su: prvo da zahtijeva ispunjenje obaveze i pravo da može da raskine ugovor, pravo na naknadu štete u oba slučaja pripada povjeriocu, s tim da mu u prvom slučaju naknada štete pripada zbog zadocnjenja u ispunjenju obaveze. Dakle, povjerilac ima pravo da bira između ova dva prava u slučaju neispunjenja ugovora od strane dužnika.

Ako se ugovoru vjerna strana odluči na raskid, onda ona ima dvije pravne mogućnosti. Prvo, ona može da zahtijeva od druge strane naknadu apsolutne štete u visini razlike između ugovorne cijene i cijene kursa na dan raskida odnosno izvršenja (jer je to obično i isti dan), ako se kurs poslije zaključenja posla promijenio na njenu štetu. Drugo, ona može da izvrši prodaju ili kupovinu radi pokrića (član 525. ZOO) odnosno tzv. egzekutivnu prodaju ili kupovinu. To znači da prodavac kome kupac ne plati cijenu o dospelosti može da svoje hartije proda na berzanskom tržištu trećem licu po trenutno važećem kursu i da zahtijeva naknadu štete od prvobitnog kupca u visini razlike između više ugovorene cijene i nižeg berzanskog kursa na dan pokrića. Prodaju mora da izvrši hitno. Obratno, kupac kome prodavac ne prodaje hartije od vrijednosti, može da odmah kupi od trećeg lica na berzanskom tržištu i da od prvobitnog prodavca traži naknadu štete u visini razlike između ugovorene cijene i višeg kursa koji važi na dan kupovine radi pokrića. Ugovoru vjerna strana može uvijek da traži od druge

strane i naknadu veće štete, ako ju je zaista pretrpjela (član 526 ZOO).

Drugo, berzanski ugovor ne spada u ugovore koji prestaju smrću ugovornih stranaka, sem ako to nije izričito ugovoreno. Prestanak ugovora usled smrti ugovornih stranaka nije opšti način prestanka ugovora, jer se po pravilu dejstva ugovora prostiru na naslednike stranaka, koji od svojih prethodnika preuzimaju prava i obaveze iz zaključenog ugovora. Samo na ugovore zaključene intuitu personae⁶⁸ važi pravilo da prestaju smrću ugovornika.

Treće, berzanski ugovori o kupoprodaji hartija od vrijednosti, po pravilu, ne prestaju usled slučajne propasti predmeta obaveze neke ugovorne strane. Pošto su i hartije i novac generične stvari, smatra se da propast takve stvari, koju je dužnik spremio za ispunjenje ne izaziva naknadnu objektivnu nemogućnost ispunjenja obligacija i dužnik je obavezan da dug ispuni drugim stvarima istog roda. U berzanskom prometu obično ima dovoljno svih vrsta hartija (u ostalom da bi se hartija mogla kotirati na berzi uglavnom se traži da je rasprostranjena u stanovništvu u dovoljnom broju). Međutim, može da se desiti da akcija nekog društva nema u dovoljnom broju pa bi njihovom propašću mogao i da prestane ugovor čiji su predmet kupovine. Ako je predmet trgovanja mjenica ili ček onda njihovom slučajnom propašću može da propadne ugovor čiji su predmeti i to bi bio jedan od izuzetaka od pravila da berzanski ugovor ne prestaje usled slučajne propasti stvari. Naravno, dematerijalizovane bezpapirne hartije od vrijednosti ne mogu da propadnu i kada su one predmet ugovora problem slučajne propasti stvari se i ne postavlja.

I kod berzanskih ugovora do prestanka ugovora može doći samo ako je predmet propao usled više sile. Ako je pred-

⁶⁸ U takve ugovore spadaju: ugovor o djelu, ugovor o nalogu.

met propao iz bilo kog drugog uzroka: krivicom jedne ugovorne strane ili slučajno, ugovor neće prestati već će je strana koja snosi rizik propasti stvari u datom slučaju dugovati drugoj naknadu štete.

Četvrto, berzansku ugovori ne prestaju poništajem usled prekomjernog uništenja, ali će se o tome više govoriti u poglavlju o rušljivim ugovorima.

GLAVA VI

NIŠTAVOST BERZANSKIH UGOVORA O KUPO- PRODAJI HARTIJA OD VRIJEDNOSTI

1. POJAM

Ugovor o kupoprodaji hartija od vrijednosti je najznačajni posao na berzanskom tržištu. Taj posao se zaključuje kako u emisiji, kad emitent prodaje vrednosne papire njihovim prvim imaočima, bilo preuzimaocima emisije – dilerima, ili ulagačima, tako i u preprodaji (tzv. sekundarno tržište), kad imalac prodaje već emitovane hartije. Berzanski ugovor o kupoprodaji hartija od vrijednosti je modalitet opšteg tipa ugovora o prodaji obligacionog prava. Ovaj ugovor nije detaljno regulisan ni u jednom našem pozitivnopravnom izvoru. Važeći Zakon o berzama, za razliku od predratnog, ne sadrži ni osnovne norme o berzanskim poslovima, pa se za ove specifične trgovačko-pravne ugovore javlja pitanje kako da se popuni pravna praznina.

Zakon o obligacionim odnosima u čl. 25 stav 1. propisano je da će se odredbe tog zakona, koje se odnose na ugovore, primjenjuju se na sve vrste ugovora, osim ako za ugovore u privredi nije drukčije određeno, iz čega proizilazi da se odredbe iz člana 103-117 ZOO koje se odnose na nevažnost obligacionih ugovora shodno primjenjuju i na berzanski ugovor o kupoprodaji hartija od vrijednosti čija je pravna priroda

obligaciona. To znači da se odredbe ZOO koje regulišu nevažnost obligacionih ugovora (ništavost i rušljivost) mogu shodno primijeniti i na berzanski ugovor o kupoprodaji hartija od vrijednosti. Takođe, zbog specifičnosti ovog ugovora koje se odnose na njegovu sadržinu i subjekte vodi se računa o posebnim pravilima koje sadrže Zakon o berzama, Zakon o hartijama od vrijednosti, Zakon o privrednim društvima, pravila nadzorne vlasti, pravilima berze, pravilima udruženja berzanskih posrednika.

U prilog prednje tvrdnje ZOO sadrži i brojna opšta pravila, važeća za sve hartije od vrijednosti. Otuda se sva pitanja o hartijama od vrijednosti, koja nijesu posebno uređena Zakonom o hartijama od vrijednosti i pravilima emitenata (sadržanim u odluci o emisiji), uređuju pravilima ZOO. On je takođe prihvatio princip jedinstvenog regulisanja svih obligacionih odnosa bez obzira na različitost statusa učesnika u tim odnosima. Njegove odredbe jednako važe za odnose između pravnih lica i fizičkih lica i međusobne odnose jednih i drugih. Time je izvršeno objedinjavanje pravnog regulisanja ugovora u privredi (trgovačkih poslova) i ugovora van privrede koji nastaju među subjektima koji ne obavljaju privrednu djelatnost.

Pitanje nevažnosti pravnih poslova dolazi u red najsloženijih pitanja u teoriji građanskog prava, jer nedostaci koji pro-uzrokuju nevažnost pravnog posla mogu biti različitog intenziteta i vrste, tako da nije uvijek lako odrediti da li će, i kakve, posledice ovi nedostaci proizvesti. U teoriji i zakonodavstvu usvojena je postepenost u određivanju nevažnosti pravnih poslova, tako da se samo u određenim slučajevima posao lišava svakog pravnog dejstva, dok u drugim slučajevima pravni posao pod određenim uslovima, ipak može proizvoditi pravna dejstva.

Nevažnost (nevaljanost) ugovora je viši radni pojam koji u sebi sadrži ništavost i rušljivost. Ovaj termin služi samo za klasifikaciju ugovora koji sadrže takve nedostatke da ne mogu proizvesti pravna dejstva koja su im namijenjena; taj termin nema svoju sopstvenu sadržinu. Zbog toga ZOO, kada propisuje sankcije ne govori o nevažnosti, nego konkretno o ništavosti i rušljivosti. Dakle, „nevažnost ugovora“ je apstraktan izraz koji obuhvata konkretne vidove nevažnosti, a to su ništavost i rušljivost ili, što je samo drugi izraz za istu stvar: apsolutna ništavost i relativna ništavost.

Treba razlikovati prestanak ugovora usled nevažnosti od raskida ugovora. Ugovor može prestati usled raskida, ali za razliku od poništaja, uzrok raskida javlja se poslije zaključenja ugovora. Ugovor je ovdje punovažno nastao, ali je usled nekog kasnijeg uzroka na zahtjev ovlaštene stranke raskinut ili opozvan (npr. dvostrano obavezni ugovor koji je punovažno nastao može se raskinuti zbog docnijeg neizvršenja obaveze jedne stranke). Naprotiv, pojam nevažnosti pretpostavlja da je nedostatak postojao od samog momenta zaključenja ugovora (npr. ugovornik je bio žrtva zablude ili prevare, zaključeni ugovor je zabranjen pozitivnim pravom, stranke su samo prividno izjavile volju da zaključe ugovor, itd.).

Osim podjele nevažnih ugovora na dvije velike kategorije: ništavi i rušljivi ugovori, u jednom dijelu teorije u XIX vijeku, dodaje se i treća kategorija nevažećih ugovora, tzv. nepostojeći ugovori⁶⁹.

Teorija nepostojećih ugovora počiva na shvatanju da ugovor mora biti tretiran kao nepostojeći, kada mu nedostaje elemenat neophodan za njegovo postojanje. Kao primjeri nepostojećih ugovora mogu se pomenuti svi oni odnosi kod

⁶⁹ Teoriju o pravnim poslovima koji uopšte ne postoje (tzv. nepostojeći pravni poslovi), prvi je formulisao u XIX vijeku njemački pravnik Zaharije.

kojih nijesu ispunjeni bitni uslovi za nastanak ugovora. Tako, potpuni nedostatak saglasnosti volja čini ugovor nepostojećim (npr. zabluda o prirodi ili predmetu ugovora). Isti je slučaj i sa odsustvom pravno relevantne volje, npr. izjava volje lica koje je apsolutno nesposobno za ugovaranje. U nepostojeće ugovore takođe spadaju i oni kod kojih postoji odsustvo predmeta ili kauze ili kod kojih nije ispunjena forma koja je predviđena kao konstitutivni sastojak ugovora. U svim ovim slučajevima smatra se da ugovor nije ni nastao, tako da se svako može pozivati na tu činjenicu, i to bez obzira na protek vremena. Eventualna sudska odluka može imati samo deklarativno dejstvo. Posmatran sa čisto teorijskog stanovišta, ovako određen pojam nepostojećeg ugovora, izgleda da je opravdan. On se zasniva na pretpostavci neispunjenja bitnih uslova za nastanak ugovora, dok su kod ništavih ugovora ti uslovi ispunjeni, ali je egzistencija ugovora zabranjena pozitivnim pravom ili moralnim shvatanjima jedne društvene sredine. Međutim, praktično gledano, ta razlika se gubi zbog istovjetnosti sankcije koja pogađa i jednu i drugu kategoriju ugovora, tako da je ta činjenica dala povoda mnogim autorima da ne čine ovu razliku, već da sve slučajeve nevažećih ugovora gledaju kroz dvije kategorije.⁷⁰ Trojnu podjelu nevažećih ugovora usvaja francusko, njemačko i švajcarsko pravo dok se naš ZOO opredijelio za dvojnu podjelu nevažećih ugovora i u tom smislu on poznaje ništave i rušljive ugovore. Iako ne reguliše, tzv. nepostojeće ugovore, on ih ipak u suštini na odgovarajućem mjestu pominje. Tako, prema članu 63 ZOO, kad strane vjeruju da su saglasne, a u stvari među njima postoji nesporazum o prirodi ugovora ili o osnovu ili o predmetu obaveze, ugovor ne nastaje.

⁷⁰ Iste su pravne posledice i u slučaju nepostojećih ugovora kao i u slučaju apsolutne ništavosti. (Svako zainteresovano lice se može na nju pozvati, nemogućnost konvalidacije, pravo pozivanja na ništavost se ne gasi itd.)



Ništavi⁷¹ ugovori su oni ugovori kod kojih su ispunjeni svi bitni uslovi za nastanak pravnog posla ali oni ipak, ne proizvode pravna dejstva, jer su protivni javnim interesima. Otuda se na ništavost ugovora može pozvati svako zainteresovano lice. Pri tome, isticanje uzorka ništavosti nije vezano za rok. Sud po službenoj dužnosti pazi na ništavost ugovora.

Ništavost predstavlja građansko-pravnu sankciju za ugovore, koji nijesu sačinjeni onako kako to zakon traži, koji, u najširem smislu riječi ne odgovaraju zahtjevima za punovažan pravni posao.

Osnovi ništavosti obligacionih ugovora o kupoprodaji su: protivnost prinudnim propisima, javnom poretku, dobrim običajima odnosno moralu društva.

Kao razlozi ništavosti pojavljuju se: poslovna nesposobnost strana; nevaljanost ili nesaglasnost izjavljene volje; nemogućnost, neodređenost, nedozvoljenost predmeta ugovora; nepostojanje ili nedopuštenost osnove, i u određenim slučajevima nedostatak potrebene forme.

Postavlja se pitanje da li prednje važi i za berzanske ugovore o kupoprodaji hartija od vrijednosti. U daljem tekstu pokušaćemo da damo odgovor na ovo pitanje.

2. DOMEN PRIMJENE

2.1. Uvodne napomene

Apsolutno ništavi smatraju se ugovori koji sadrže nedostatke kojima se vrijeđaju ustavom utvrđena načela društvenog uređenja, propisi imperativne prirode i dobri običaji odnosno pravila društvenog morala (član 103 stav 1. ZOO). U

⁷¹ U svakom pravnom sistemu slučajevi apsolutno ništavih ugovora predviđeni su raznim građanskopravnim, krivičnopravnim, porodičnopravnim, privrednopravnim, upravno-pravnim i drugim propisima kao i dobrim običajima i pravilima društvenog morala.

svakom pravno sistemu slučajevi apsolutno ništavnih ugovora predviđeni su građanskopravnim, krivičnopravnim, privrednopravnim, upravnoopravnim i drugim propisima kao i pravilima društvenog morala, pa to naravno važi i za naš pravni sistem.

Navedenom odredbom člana 103 stav 1. ZOO predviđeni su slučajevi ništavih ugovora. Ovom odredbom zapravo predviđena je sankcija za one ugovore koji su nedopušteni sa stanovišta načela slobode uređivanja obligacionih odnosa (član 10 ZOO).

Međutim, ZOO ne predviđa ništavost samo navedenom odredbom. Tako su u članu 47 gdje je riječ o ništavosti ugovora zbog predmeta kaže da je ugovor ništav „kada je predmet obaveze nemoguć, nedopušten ili neodrediv“; u članu 52 u kojem se govori o ništavosti ugovora zbog osnova kaže se da je ugovor ništav „ako osnov ne postoji ili je nedopušten“.

Ali, u odeljku o poslovnoj sposobnosti (član 59 ZOO) samo je riječ o pravnim poslovima ograničeno poslovno sposobnih lica (stariji maloljetnici koji su rušljivi) a nema odredbi o pravnim poslovima potpuno poslovno nesposobnih lica (mlađi maloljetnici). U odredbama o manama volje ne govori se o „pravnom poslu zaključenom pod fizičkom prinudom (član 60)“. Najzad, u članu 70 ZOO je predviđeno da ugovor koji nije zaključen u propisanoj formi ili koji nije zaključen u ugovorenoj formi, je bez pravnoga dejstva (član 70). Međutim, i navedeni ugovori su nevažeći, jer da bi jedan pravni posao bio zakonit, mora da, osim u skladu sa zakonom, bude i u skladu sa osnovnim načelima pravnoga poretka koji je sastavni dio javnoga poretka.

Ugovori koji se protive prinudnim propisima ne moraju uvijek biti sankcionisani ništavošću, jer zakon može upućivati na drugu sankciju „ili propisati šta drugo“.

Naš pravni sistem poznaje kako norme, čija povreda ima za posledicu samo ništavost, ništavost i kaznu, ili samo kaznu.

Može se reći imajući u vidu sve slučajeve ništavosti ugovora predviđene ZOO, da su oni ugovori koji su svojom sadržinom ili svojim ciljem protivni javnom poretku, ništavi ako zakon u određenom slučaju ne predviđa šta drugo. Ali, to je samo opšti okvir u kome se javlja ništavost ugovora, pa je zbog toga potrebno ispitati konkretne oblike kroz koje se ona ispoljava u slučaju berzanskih ugovora o kupoprodaji hartija od vrijednosti.

2.2 Situacije i okolnosti koje čine jedan berzanski ugovor o kupoprodaji hartija od vrijednosti ništavim

Najčešće, oblici ništavih ugovora posmatraju se u sferi nedopuštenosti **predmeta i kauze**⁷² (osnova) **ugovorne obaveze**. Predmet i kauza ugovorene obaveza, mogu biti nedopušteni imperativnim i moralnim normama. Za pojam protivakonitog ugovora kriterijum je postavljen samim tekstom zakona, dok se kriterijum kod nemoralnih ugovora, odnosno kod ugovora suprotnim dobrim poslovnim običajima, nalaze u opštoj svijesti određene društvene sredine.

Ništavost zbog nedopuštenosti, neodređenosti i nemogućnosti predmeta. Poznato je da je u obligaciono pravnom smislu predmet dopušten kada nije protivan prinudnim propisima, javnom poretku ili dobrim običajima odnosno moralu društva. Da li prednje važi i za berzansku ugovor o kupoprodaji hartija od vrijednosti?

Kod berzanskih ugovora se radi o hartiji od vrijednosti, kao posebnoj vrsti stvari, to znači da ona mora da bude u prometu. Član 458 ZOO utvrđuje opšte pravilo „Stvar o kojoj

⁷²U praksi naših sudova izražava se stanovište da je kauza „cilj ugovaranja koji obje stranke imaju u vidu i da on čini sastavni dio ugovora“.

ugovor mora biti u prometu, te je ništav ugovor o prodaji stvari koja je van prometa“. Međutim, da bi se hartija od vrijednosti našla u prometu, neophodno je da se ispune dva uslova. Prvi uslov je da ih izdavalac emituje u skladu sa zakonom koji reguliše njihovo izdavanje a drugi da budu slobodno prenosive.

U poglavlju „Pravni izvori“ govorili smo o zakonskim propisima koji regulišu hartije od vrijednosti i njihovu trgovinu. Kada se kaže da su hartije od vrijednosti kao predmet berzanskog ugovora o prodaji izdate u skladu sa zakonom, što predstavlja uslov da ugovor čiji su oni predmet bude punovažan, misli se na te zakone.

Činjenica da hartija od vrijednosti nije izdata u skladu sa zakonom može dovesti do ništavosti u više slučajeva.

Prvo, hartija mora biti izdata od strane poslovno sposobnih fizičkih lica i pravno sposobnih pravnih lica. Ovo važi za sve emitente i sve hartije.

Drugo, za određene hartije od vrijednosti pravo izdavanja (emitovanja) ekskluzivno je utvrđeno samo za određena lica. Tako, savezna država i država članica ne mogu emitovati akcije i ugovor koji bi imao za predmet takvu hartiju bio bi ništavan zbog nedopuštenosti predmeta.

Treće, svi zakoni koji regulišu emisiju hartija od vrijednosti propisuju da se hartija mora izdati u određenoj formi. ZHV RCG propisuje da se hartije ne štampaju već se vode u obliku elektronskog zapisa kod CDA. Član 3 navedenog Zakona imperativno propisuje „Hartije od vrijednosti emituju se, prenose i vode u dematerijalizovanom obliku. Hartije od vrijednosti glase na njemačku marku (DEM) do uvođenja eura“. Iz navedenog člana jasno proizilazi da serijske⁷³ hartije

⁷³ Serijske su one hartije koje se istovremeno emituju u većem broju ako daju ista prava svojim imalocima. Po zakonu, kod nas ih ima četiri vrste: 1) akcije, 2) obveznice, 3) zapis (državni, blagajnički, komercijalni) i 4) certifikat o depozitu.

od vrijednosti u RCG ne mogu biti u pisanom obliku niti glasi na dinar⁷⁴. Izdavanje takve hartije je suprotno imperativnom propisu i ugovor čiji bi ona bila predmet je ništav zbog nedopuštenosti predmeta.

Dalje, akcija se na području RCG prema ZOP RCG može izdavati samo na ime i ništav je ugovor čiji bi predmet bila akcija na donosioca. Za razliku od zakona koji važe na teritoriji RCG, zakoni koji važe na području RS, dozvoljavaju izdavanje serijske hartije od vrijednosti u pismenom obliku i akcije mogu glasiti i na ime i na donosioca, pa prema tome i ugovor čiji su oni predmet je punovažan.

Predmet ugovora o kupoprodaji ne mogu biti akcije po osnovu revalorizacije. Naime akcije izdate po osnovu revalorizacije nemaju samostalnu pravnu prirodu, već su u potpunosti zavisne od akcija po osnovu čijeg usklađivanja vrijednosti su nastali. Ove akcije ne daju pravo na glas i ne mogu samostalno biti predmet kupoprodaje na sekundarnom tržištu, s tim da mogu biti predmet kupoprodaje isključivo sa akcijama čijim utvrđivanjem vrijednosti su nastali.

ZHV RCG takođe imperativno predviđa kao uslov za punovažno ostvarivanje prava i obaveza iz hartija od vrijednosti da ista mora biti registrovana kod CDA (član 3) i mora biti izdata od emitenata koji je registrovan kod Komisije za hartije od vrijednosti⁷⁵. Ukoliko se trguje sa hartijom koja nije izdata od registrovanog emitenta ugovor o kupoprodaji je ništavan.

⁷⁴ Komisija za hartije od vrijednosti RCG, je na svojoj sjednici od 28. 05. 2001. godine donijela rješenje o poništaju emisija akcija emitenta SVISS osiguranje AD Podgorica, zato što je odobrenje za emisiju dao nenadležni organ (Savezna komisija), iz zbog toga što emitovane akcije glase na valutu na koju saglasno propisima ne mogu da glase (dinar).

„Službeni list“ RCG br. 28/2001

⁷⁵ Po zakonu o hartijama od vrijednosti SAD zabranjen je prenos svih akcija društva sa njihovim javnim upisom koje nijesu registrovane kod Komisije za hartije i berze; vid. Hamilton Robert, *The Law of Corporations*, St Paul, 1990, str. 206.

Tumačenjem našeg zakonodavstva dolazi se i do zaključka da predmet ugovora o kupoprodaji akcija mora biti cijela akcija⁷⁶. Ugovor čiji bi predmet bila kupoprodaja dijela akcije je ništavan zbog nedopuštenosti predmeta.

Treba reći da za razliku od ZHV SRJ, zakon o privrednim društvima RCG dozvoljava sticanje akcija društva u stečaju, što znači da one mogu po ovom zakonu biti i predmet berzanskog ugovora o kupoprodaji. Savezni zakon o hartijama od vrijednosti pored uslova da protiv emitenta nije pokrenut postupak sanacije, stečaja ili likvidacije i uslova da su hartije emitovane u skladu sa zakonom, predviđa kao uslov da se može punovažno trgovati hartija od vrijednosti da emitent ima pozitivno mišljenje ovlašćenog revizora o njegovom poslovanju.

Zajedničko ZHV SRJ i ZHV RCG je da pravna lica emituju akcije, dugoročne hartije od vrijednosti i hartije od vrijednosti koje glase na stranu valutu na osnovu prethodnog odobrenja Komisije za hartije od vrijednosti. Ugovori o kupoprodaji hartija od vrijednosti određene emisije zaključeni prije nego Komisija da odobrenje za tu emisiju hartija ništavi su.

Naime, predmet ovakvog ugovora je saglasno odredbi člana 49 ZOO, nedopušten jer je protivan prinudnim propisima, što, saglasno odredbi člana 47 istog zakona, povlači za sobom ništavost tog ugovora. Stav, da su ovakvi ugovori ništavi zauzela je i Savezna komisija za hartije od vrijednosti i finansijsko tržište.⁷⁷

Smatra se da ne postoji odobrenje nadležnog organa i ugovor je ništav kad je predmet kupoprodaje hartija nastala konverzijom kratkoročnih zamjenljivih obveznica u akcije. Jer ova konverzija nije pravno moguća, niti je moguće emitovanje kratkoročnih obveznica u namjeri njihove konverzije u akcije, niti njihova naknadna konverzije u akcijama.

⁷⁶ Akcija se ne može dijeliti na manje djelove — član 52 stav 3 ZOP RCG.

⁷⁷ 51. sjednica od 24. 12. 1998. godine.

Takođe odredbama člana 63. ZHV SRCG kao jedan od uslova neophodnih da bi se moglo trgovati hartijama od vrijednosti je i da su ove hartije emitovane u skladu sa tim zakonom, što za trgovinu akcijama znači da je dobijno odobrenje od Komisije za emisiju akcija kojima se trguje.

Ništavan je i ugovor koji za predmet ima prodaju hartije od vrijednosti koja nije upisana i uplaćena u propisanom roku, jer je imperativnom normom emitentu zabranjeno da takvom hartijom raspolaze na bilo koji način (član 40 ZHV RCG).

Ništavan je i ugovor koji za predmet ima prodaju mjenice u kojoj je dospelost naznačena dužnije nego što propisuje Zakon o mjenici, jer imperativnom normom je takva mjenica ništava i kao takva ne može biti predmet punovažnog ugovora o kupoprodaji mjenice.

Hartije od vrijednosti zasnivaju se na principu negotijabilnosti koji znači relativno laku i brzu prometljivost,⁷⁸ tj. prenos prava koja proizilaze iz određene hartije. Ipak, u određenim slučajevima prenosivost hartije od vrijednosti može da se ograniči ili čak isključi. Tada se one nalaze u ograničenom prometu ili su van prometa. U takvim slučajevima predmet obaveze prodavca je nedopušten, te je berzanski posao ništavan (član 47 i 458 ZOO). Zabrane i ograničenja prenosa hartija mogu da se zasnivaju na zakonu, statutu društva izdavaoca ili na klauzulama koje su u njima upisane.

Zakonom mogu da se uspostave razne zabrane i ograničenja. Tako, za vrijeme trajanja postupka amortizacije (uništene, ukradene, teško oštećene hartije od vrijednosti) hartije, zabranjen je svaki njen prenos. Mogućnost amortizacije hartije od vrijednosti predviđena je članom 260 ZOO koji dozvoljava amortizaciju hartije od vrijednosti samo ako glasi na ime ili po naredbi ukoliko posebnim zakonom nije drukčije određe-

⁷⁸ Pravilo o prometljivosti akcija trpi određene izuzetke ali samo u slučajevima i uslovima predviđenim zakonom.

no.⁷⁹ Amortizaciju predviđaju i član 11 stav 2. ZHV SRJ kao i član 235 ZOP SRJ koji dozvoljava amortizaciju akcije na ime ili privremene akcije. Amortizacija je sudsko poništenje hartije od vrijednosti, prema propisanom vanparničnom postupku. Amortizacijom, tj. proglašenjem hartije od vrijednosti nestalom, njenom imaoču se izdaje odgovarajuća isprava o amortizaciji, na osnovu koje može da ostvaruje svoja prava prema izdavaocu te hartije od vrijednosti.

Zabrana prenosa hartija za čiju amortizaciju je pokrenut postupak predviđena je članom 224 Zakona o vanparničnom postupku („Službeni list“ SRCG br 34/84). Istovjetno predviđa i ZVP RS.

U sistemu dematerijalizovanih hartija od vrijednosti, koje je usvojila republika Crna Gora ne može se postaviti pitanje gubitka, težeg oštećenja ili krađe jer hartije kao materijalnog predmeta nema, pa se ne može ni voditi postupak amortizacije. U ovakvom slučaju ograničenje prenosa ne može važiti za serijske hartije od vrijednosti koje se vode u dematerijalizovanom obliku, već samo za one hartije koje se mogu izdati u pismenom obliku (mjenica, ček). Pošto u sistemu dematerijalizovanih hartija od vrijednosti ne može doći do gubljenja, uništenja ili krađe isprave, pitanje konkurencije ispunjavanja prava može se manifestovati na primjer u vidu pogrešnog upisa na drugo lice a ne na titulara, odnosno na zahtjev za upisom takvog svojstva uprkos činjenici da dematerijalizovanih hartija od vrijednosti više nema (što bi odgovaralo, na primjer, slučaju da je hartija od vrijednosti plaćena, ali nije kupcu predata, jer su sve otuđene).

Jedan od oblika ograničenja prenosa hartija od vrijednosti odnosi se na ograničenje prenosa hartija od vrijednosti

⁷⁹ Hartija od vrijednosti na donosioca se po pravilu ne može amortizovati, jer bi amortizacija ovih hartija od vrijednosti u suštini značila izdavanje nove hartije od vrijednosti pa nebi se ni mogla kontrolisati zakonitost vlasništva.

koje su vlasništvo poslovno nesposobnih lica (maloljetnika i duševno oboljelih). Otudjenje njihovih hartija, prema republičkim porodičnim zakonima (porodični zakon republike Crne Gore „Službeni list“ RCG, br. 7/89), uslovljeno je odobrenjem njihovih zakonskih zastupnika ili staratelja.

Međutim, ovakvo ograničenje nema pravnog značaja za berzanske ugovore koji se zaključe na području RCG. Naime, poslove trgovanja sa hartijama od vrijednosti na berzama u RCG shodno ZHV mogu da obavljaju samo ovlašćeni učesnici koju su pravna lica. Ovlašćena lica zaključuju ugovore na berzi isključivo u svoje ime, tako da fizička lica ne mogu biti ugovorne strane u berzanskoj trgovini, pa ne može ni postojati naprijed navedeno ograničenje čija bi povreda predstavljala razlog za ništavost ugovora. Navedeno ograničenje važi za ugovor o posredovanju, koje ovlašćeni učesnici zaključuju sa svojim klijentima koji mogu biti i fizička lica.

Zakon o preduzećima predviđa ograničenje u smislu zabrane izdavanja i zabrane prenosa akcija i privremenih akcija prije upisa društva ili odluke o povećanju osnovnog kapitala u sudski registar. Isto se pravilo primjenjuje i na odluku o uslovnom povećanju osnovnog kapitala. Ove odredbe (član 218 (1), 286, 289) su imperativne prirode, pa se izdavanje akcija i privremenih akcija, kao i prenos prije upisa u sudski registar odluke o emisiji akcija u ovakvim slučajevima smatra apsolutno ništavnim. Akcijama se ne može trgovati ni nakon prestanka i brisanja društva iz sudskog registra.

Obije zabrane izdavanja akcija — prije upisa društva i prije upisa povećanja osnovnog kapitala imaju isti razlog, a to je sprečavanje prenosa budućih prava.

ZHV RCG u članu 40 zabranjuje raspolaganje neupisanim i neuplaćenim hartijama od vrijednosti, dok ZHV SRJ propisuje da se akcijama emitovanim u postupku svojinske

transformacije može trgovati pod uslovom da su u cjelini uplaćene.

Pored sankcije ništavosti za posao čiji je predmet hartije od vrijednosti koje nijesu upisane i uplaćene u određenom roku, zakonski propisi predviđaju i prekršajnu sankciju za lica koja raspolažu takvom hartijom.⁸⁰

Zakon može da ustanovi i trajno ograničenje i zabrane. U Francuskoj je zabranjen prenos svih akcija koje nijesu upisane u trgovačke registre i registre njihovih izdavalaca.⁸¹

Takođe u Francuskoj je jednim posebnim zakonom iz 1980. godine omogućeno izuzetno zdravim društvima da emituju do 3% svog kapitala, akcije koje besplatno distribuiraju zaposlenima i to dijelom na teret svojih rezervi i dijelom na teret državnog budžeta, što znači da se na ovaj način vrši ipak povećanje kapitala društva. Ove akcije su na osnovu samog zakona neprenosive za vrijeme od tri do pet godina, a u ostalom su izjednačene s ostalim akcijama.

Po zakonu o hartijama od vrijednosti SAD zabranjen je prenos svih akcija društva sa njihovim javnim upisom koje nijesu registrovane kod Komisije za hartije i berze.⁸²

U Francuskoj postoji mogućnost da akcionarska društva koja su za zadnje tri godine isplatila bar dva puta dividende emituju akcije namijenjene zaposlenima. Cijena ovih akcija je ili tržišna ili do 10% ispod tržišne. Zaposleni mogu kupovati ove akcije direktno ili preko tzv. zajedničkog fonda za plasmane za to društvo. Ove akcije⁸³ su obavezno na ime i neprenosive su pet godina od dana sticanja (upis).

⁸⁰ ZHV RCG predviđa visoku novčanu kaznu za pravno lice, ako nakon isteka roka za upis i uplatu hartije od vrijednosti na bilo koji način raspolaže hartijama koje nijesu upisane i uplaćene.

⁸¹ Jugiart M. et Ippolito Benjamin — *Traité de droit commercial*, tome 7: banques et bourses str. 749.

⁸² Hamilton Robert, *The Law of Corporations*, St Paul, 1990, str. 206.

⁸³ Zakon br. 73 - 1196 iz 1971. godine, član 208-9 218-9.

Zakonom o berzama berzanskom poslovanju i berzan-
skim posrednicima ograničen je prenos akcija berze. Akcije
berze glase na ime i mogu se prenositi samo akcionarima berze,
uz saglasnost najmanje dvije trećine akcionara berze. Akcije
se osim akcionarima berze mogu prenositi samo licima koja
mogu biti osnivači⁸⁴ finansijske berze (član 22 Zakona o
berzama). Istovjetno predviđa i član 23 Statuta „Beogradske
berze“ (Službeni list SRJ br. 59/95) i član 22 Statuta „Mon-
tenegroberze“ (službeni list SRJ br. 3/96). Berzanski ugovor
o kupoprodaji akcija berze kojim bi akciju berze stekla lica
koja po zakonu ne mogu biti osnivači berze, bio bi ništavan,
jer se krug osnivača berze utvrđen imperativnom normom
zakona ne može mijenjati na ugovornoj osnovi.

Namjera zakonodavca je očigledno bila da ograničava-
njem kruga osnivača berze, obezbijedi poštena trgovina hartija
na berzi izbjegavanjem pretjeranih špekulacija i prevara kao
i da se postigne sigurnost tržišta berze i stabilnost njenog poslo-
vanja, obzirom da osnivači berze mogu biti samo jaki finan-
sijski subjekti sa velikim kapitalom.

Ograničenje prenosa hartija može se ustanoviti i stat-
utima njihovih emitenata.

Svojim statutima trgovačka društva mogu da postave
razna ograničenja ili zabrane prenosivosti hartija koje su emi-
tovala. Pojedina zakonodavstva npr. poznaju ustanovu tzv. gara-
ncijskih akcija koje predstavljaju akcije uprave društva u broju
određenom statutom, s tim što glase na ime i ne mogu biti
prenosive za vrijeme članstva u upravi društva. Ove akcije u
stvari predstavljaju jedno sredstvo obezbeđenja društva za

⁸⁴ Finansijsku berzu mogu osnovati banka, Poštanska štedionica, osiguravajuće društvo, savezna država i republika članica. Strana banka može biti osnivač finansijske berze pod uslovima uzajamnosti (član 8 ZBBB).

odgovornost uprave društva. Pojedina društva dopuštaju svojim akcionarima prenos svojih akcija samo uz odobrenje statutom određenog organa. Član 23 Statuta Beogradske berze i član 22 Statuta Montenegroberze dozvoljavaju akcionarima berze da prenose svoje akcije samo uz saglasnost dvije trećine glasova svih akcionara berze i to isključivo licima koja mogu biti osnivači berze. Najzad, zakoni o akcionarskim društvima velike većine država poznaju pravo preče kupovine akcija od strane akcionara društva. Ovo pravo je obično dispozitivne prirode i one se uglavnom ustanovljava statutom društva. Ovo ograničenje poznaje i ZOP SRJ.

Pored zakonskog ograničenja, u članu 233 (1) predviđeno je i statutarno ograničenje prenosa akcija i privremenih akcija u vidu saglasnosti uprave ili prava preče kupovine od ostalih akcionara ili društva koje se može odnositi samo na akcije na ime koje se ne kotiraju na berzi.

Iz odredbi člana 220 stav 1, člana 228 stav 1. i člana 233 i člana 256 stav 7. i 8. Zakona o preduzećima proizilazi:

- ograničenje prenosa akcija može se ustanoviti samo u postupku trgovine akcija na ime, imajući u vidu njihovu pravnu prirodu a ne akcijama na donosioca;

- oblici ograničenja akcija na ime utvrđuju se statutom akcionarskog društva (saglasnost uprave ili pravo preče kupovine od strane drugih akcionara ili društva). To znači da se ograničenje prenosa akcija ne može ustanoviti odlukom upravnog odbora ukoliko statutom akcionarskog društva takvo ograničenje nije propisano;

- ograničenje prenosa akcija na ime može se ustanoviti statutom samo za akcije akcionarskog društva koje se ne kotiraju na berzi. To znači da ako je statutom akcionarskog društva propisano određeno ograničenje prenosa akcija na ime, ono

se neće primjenjivati na akcije koje se kotiraju na berzi i čija se kupovina ili prodaja vrši na berzi;

- propisan je i izuzetak kada se može donijeti odluka o prenosu akcija na ime i u slučajevima kada to nije predviđeno statutom akcionarskog društva i odlukom o emisiji akcija. Naime, kada statut i odluka ne predviđaju ovu mogućnost, za donošenje ovakve odluke neophodna je saglasnost akcionara na koje se ova odluka odnosi. Ovo pravilo se odnosi samo na akcionare koji posjeduju akcije sa pravom glasa (obične - redovne akcije), jer je za imaoce prioritetnih akcija propisana druga zaštita ustanovljenjem specijalne skupštine.

Pravo preče kupovine u propisima koji se primjenjuju na području RS regulisano je na dva načina:

1) kao obavezno pravo - Zakonom o svojinskoj transformaciji,

2) kao fakultativno pravo - Zakonom o hartijama od vrijednosti i Zakonom o preduzećima.

Kada je regulisano kao fakultativno pravo preče kupovine utvrđuje se za akcije konkretnog preduzeća samo ukoliko je ono izričito regulisano i konkretizovano odlukom o emisiji akcija, s pozivom na statut. Ako takvo pravo nije regulisano, a vidjeli smo da ne mora biti, onda preduzeće svoje akcije prodaje pod jednakim uslovima svim zainteresovanim licima.

Zakon o privrednim društvima RCG u članu 53 stav 2. predviđa da kada se kapital povećava novčanim ulozima, akcije moraju biti ponuđene po osnovu prava preče kupovine postojećim akcionarima, srazmjerno broju akcija koje posjeduje, a u stavu 6 istog člana propisuje da se pravo preče kupovine ne može ograničiti ili ukinuti statutom, a može se izmijeniti ili ukinuti samo odlukom skupštine akcionara donijetoj u



skladu sa članom 35 stav 2. tačka 12 ovog zakona. Odbor direktora dostavlja skupštini akcionara pisani izvještaj sa razlozima za ograničavanje ili ukidanje prava preče kupovine.⁸⁵

U pravnoj teoriji se postavlja pitanje pravne prirode prava preče kupovine i da li su ugovori kod kojih je prekršeno pravo preče kupovine ništavi ugovori.

U klasifikaciji prava koja imaju akcionari, pravo preče kupovine⁸⁶ svrstano je u grupu imovinskih prava, zajedno s pravom na dividendu i s pravom na dio likvidacione mase preduzeća. Po mišljenju autora dr Zorana Arsića „Pravo akcionara na prioritetni upis akcija nove emisije spada u opšta članska prava. Ono je sastavni dio članstva, i kao takvo od njega neodvojivo. On smatra da se emisijom akcija ne zasniva kupoprodajni odnos i da pravo akcionara na prioritetni upis akcija nove emisije nije pravo preče kupovine.“⁸⁷ Međutim, bez obzira na različita mišljenja, sigurno je da postojanje i sadržaj prava prvenstva proizlaze iz načela pravičnosti i načela zaštite i očuvanja interesa akcionara i ima svoje uporište u pravu prvenstva opšteg građanskog prava i da ima izvjesne sličnosti sa relativnom ništavošću ugovora, ali se od tog instituta značajno razlikuje.

⁸⁵ Takođe i ZHV RCG predviđa pravo preče kupovine i to na sledeći način:

(1) Statutom se mogu utvrditi i posebne obaveze akcionara ako je za prenos akcija potrebna saglasnost akcionarskog društva ili ako je ustanovljeno pravo preče kupovine akcija od strane društva, odnosno akcionara, srazmjerno nominalnoj vrijednosti akcija koje posjeduju (akcionarsko društvo čije se akcije ne kupuju i ne prodaju na berzi). Te obaveze akcionara označavaju se na akcijama ili privremenim akcijama.

(2) Statutom se može utvrditi i obaveza akcionara koji ulaže stvari i prava da svoje akcije deponuje u akcionarskom društvu za koje je po ovom zakonu odgovoran društvu (vezane akcije).

(3) Statutom se može utvrditi i obaveza članova uprave akcionarskog društva da posjeduju određeni broj akcija društva i da ih deponuju društvu dok im traje svojstvo člana uprave (garancijske akcije).

⁸⁶ Ovo pravo se još označava kao pravo na upis novih akcija, a u inostranstvu i kao pravo opcije.

⁸⁷ Dr Zoran Arsić: Pravo akcionara na prioritetni upis akcija nove emisije, Pravo i privreda br. 5-8/2000 (str. 76-83).

Sličnost je što se ostvarenjem prava prekupa⁸⁸ zaključenom ugovoru oduzima pravno dejstvo (lišava se pravnog dejstva koje je proizvodio između sopstvenika i trećeg).

Razlika je u tome što ugovor ne napada sam ugovarač, kao kod rušljivosti, već lice koje je van ugovornog odnosa - titular prava preče kupovine.

Pored toga, rušljivost ima za posledicu potpunu nevažnost ugovora, dok se zbog povrede prava preče kupovine ugovor samo u izvjesnom smislu i uz izvjesnoj mjeri lišava pravnog dejstva prema titularu prava preče kupovine, jer ugovor ima ono dejstvo samo između ugovarača, pa prema nosiocu prava preče kupovine pravno dejstvo nije ni proizvodio.

Svrha prekupa nije samo da se liši dejstva jedan punovažno zaključeni ugovor nego da se zaštiti interes titulara prava preče kupovine i da se obezbijedi da on i protiv volje sopstvenika dobije stvar pod istim uslovima, pod kojima je prodana trećem licu. U suštini, u svojim bitnim elementima ugovor ostaje na snazi, ali iz ugovora istupa kupac, a ulazi titular prava preče kupovine.

Može se zaključiti, ne ulazeći u pravnu prirodu prava preče kupovine akcija, da zbog ograničenja prenosa akcija utvrđenih u statutu društva, prema sada našim važećim propisima, berzanski ugovor o kupoprodaji hartija od vrijednosti ne može biti nevažeći, jer se ograničenje odnosi na akcije koje se ne prodaju i kupuju na berzi.

Poslednji način ograničenja ili zabrane prenosa hartija je putem upisivanja odgovarajućih klauzula. Njih može da

⁸⁸ Pravo preče kupovine se sastoji iz dva posebna prava, odnosno ovlašćenja nosioca tog prava i to su:

- Pravo prvenstva, koje ostvaruje kroz nudenje stvari licu koje ima pravo preče kupovine, da stvar kupi prije svih drugih, pod uslovima koje je sopstvenik odredio, i

- Pravo prekupa, koje nosilac prava preče kupovine ostvaruje ako mu stvar nije ponuđena, tj. ako pravo prvenstva nije poštovano, već je sopstvenik zaključio ugovor o prodaji stvari sa trećim licem.

upiše izdavalac i imalac. Izdavalac to vrši po osnovu prethodno donijetog pravnog akta, tako da se tada radi o nekom od prethodnih slučajeva ograničenja. Imalac, međutim, takvim upisivanjem jednostavno izražava svoju volju. U zapadnim državama, to najčešće vrše testatori, kada žele da na taj način utiču na način raspolaganja svojom imovinom. Naše nasledno pravo ne poznaje ovakva ograničenja dok bi ostala ograničenja mogla i biti punovažna pod određenim uslovima.

Nevažnost ugovora postoji i u domenu određenosti predmeta.

Predmet obaveze prodavca u berzanskom ugovoru o kupoprodaji hartija od vrijednosti mora da bude određen kao i kod drugih obligacionih ugovora.

Kako su hartije od vrijednosti stvari određene⁸⁹ po rodu, u ugovoru mora da se odredi njihov rod (vrsta), količina i kvalitet. Rod i količina moraju biti određeni ugovorom a kada je u pitanju kvalitet hartija od vrijednosti nije potrebno da on bude određen ugovorom pa se ugovor smatra zaključenim i bez određivanja kvaliteta, jer je kvalitet hartije u berzanskom ugovoru uvijek unaprijed određen berzanskim pravilima, samim tim što su one primljene u kotaciju. Kotirane hartije, a naročito one u zvaničnoj kotaciji, uvijek se smatraju „kvalitetnijim“ i sigurnijim od ostalih, jer berza garantuje za istinitost podataka koji su objavljeni o njima.

U berzanskom ugovoru mora tačno da se ugovori vrsta hartija koje je prodavac dužan da preda kupcu. Oznaka - broj koji je predmetnoj hartiji određen pod kojim se vodi u evidenciji berze (međunarodna identifikaciona ozna - ISIN); oznaka određene emisije uz označenje emitenta, sa serijom i kon-

⁸⁹ Određenost predmeta ugovora zahtijeva se kao uslov za postojanje ugovora. Zbog toga da bi se znalo povodom čega je ugovor nastao. Jer, ako se ne zna povodom čega je nastao, a to znači ako se ne zna njegov predmet zbog toga što nije određen, nema ugovora.

tolnim brojem i nominalnom vrijednošću po jednoj hartiji i ukupnom nominalnom vrijednošću.

Ako vrsta hartije nije određena, berzanski ugovor ne nastaje, jer se ne zna šta je predmet obaveze prodavca. Tada može da se smatra da postoji nesporazum o predmetu obaveze između ugovornih strana (član 63 ZOO).

Predmet obaveze prodavca mora da bude određen i po količini (broju) hartija koje se prodaju. Nije ispravno označenje predmeta kupoprodaje... „u visini ukupne nominalne vrijednosti“, jer ako količina hartija nije precizno određena, berzanski ugovor je ništav, jer između ugovornika ne postoji saglasnost o jednoj bitnoj osobini predmeta obaveze prodavca (član 47 ZOO). Tehnika zaključivanja i izvršavanja berzanskog posla zahtijeva da se, već u momentu njegovog zaključenja, tačno zna vrsta i količina hartije, koje je prodavac dužan da preda kupcu.

Treba reći da u pravnoj teoriji postoje shvatanje da postoje samo dva uslova, koja se odnose na predmet, za postojanje ugovora, i to određenost predmeta ugovora i mogućnost predmeta ugovora. Po ovom shvatanju dozvoljenost i mogućnost predmeta ugovora ulazi u okvir mogućeg predmeta kao uslova postojanja ugovora. Međutim, mi smo se u ovom radu opredijelili da uslov punovažnosti ugovora sa gledišta njegovog predmeta analiziramo sa stanovišta mogućnosti, dozvoljenosti i određenosti, jer to shvatanje preovladava u pravnoj teoriji.

Predmet obaveze prodavca mora biti moguć i ovdje se na berzanski ugovor primjenjuju opšta pravila obligacionog prava. To znači da ako je predmet obaveze prodavca objektivno nemoguć, već u trenutku zaključenja berzanskog ugovora, ugovor je ništav (član 47 ZOO). Pošto se „nemoguće ne može izvršiti“, a ugovor se upravo zaključuje da bi se izvršio,

logično je što se zahtijeva da njegov predmet bude moguć. Ali, taj zahtjev sadrži u sebi jedno dvojstvo: on se odnosi kako na materijalnu (faktičku), tako i na pravnu mogućnost. Pravna nemogućnost obuhvata sve slučajeve kada je predmet ugovora nemoguće izvršiti, zbog toga što je to zabranjeno pozitivnim propisima.

Ako nemogućnost predmeta nastupi kasnije, poslije zaključenja, ugovor je punovažno nastao, ali usled toga prestaje da postoji (član 137 ZOO).

Berzanski ugovor o kupoprodaji hartija od vrijednosti je ništav, zbog početne i objektivne nemogućnosti, ako su se hartije na koje se odnosi ugasile zbog isplate obaveza koje su u njima bile sadržane. Nemogućnost postoji i kada država ili izdavalac opštim aktom zabrani prenos određene vrste hartija na koje se posao odnosi. U ovom drugom slučaju radi se o pravnoj nemogućnosti ili nedopuštenosti predmeta.

Cijena je drugi bitan sastojak berzanskog ugovora o kupoprodaji hartija od vrijednosti.⁹⁰ Ona je novčana naknada koju je kupac dužan da plati prodavcu za stvar koju kupuje. Cijena je predmet kupčeve obaveze. Bez cijene nema prodaje - stajalo je još u Digestama. Cijena se mora sastojati u novcu i ne može se sastojati iz neke druge stvari ili prava jer ako bi se kupčeva naknada pretežno izražavala kroz neku drugu stvar ili pravo, onda bi to mogao biti ugovor o razmjeni ili neki drugi neimenovani ugovor.

I u ovom slučaju predmet ugovora predstavlja opšti uslov postojanja ugovora, zbog toga što se njegovo postojanje zahtijeva, kod svih ugovora bez izuzetka, pa naravno da to važi i za berzanske ugovore. Doduše, sa stanovišta stranaka

⁹⁰ Zakon o obligacionim odnosima postavlja opšte pravilo da ugovor o prodaji nema pravno dejstvo ako cijena nije određena ili odredljiva, tj. ugovor ne sadrži dovoljno podataka pomoću kojih bi se cijena mogla odrediti.

ugovor može postojati i proizvoditi dejstvo, ali to nije pravno relevantno, to je u apsolutnoj suprotnosti sa pravom, pa sa stanovišta prava nema ugovora kod kojega ne postoji predmet, što znači da pravni poredak ne priznaje nikakva dejstva takvom ugovoru, iako ga stranke mogu smatrati ugovorom.

Kao i kod drugih obligacionih ugovora o kupoprodaji i kod berzanskog ugovora o kupoprodaji hartija od vrijednosti cijena kao predmet ugovora mora biti dopuštena, određena i mogućna.

Cijena je dopuštena kada se sastoji tj. kada je izražena u novcu koji se u jednom pravnom sistemu javlja kao jedino zakonito opšte sredstvo plaćanja. Na području RCG sredstvo plaćanja je njemačka marka do uvođenja eura. Tako da i hartije od vrijednosti u skladu sa ZHV RCG mogu da glase na njemačku marku do uvođenja eura (član 3). Pravni propisi koji važe na području RCG znači dozvoljavaju samo da se cijena kao predmet berzanskog ugovora izrazi u njemačkoj marki ili euru i bila bi nedopuštena u koliko bi bila izražena u dinarima.

Na području RS sredstvo plaćanja je dinar ali tu postoje određena odstupanja. Prema ZHV SRJ, hartije od vrijednosti se u SRJ izdaju u dinarima. Izuzetno, ako je to u skladu sa deviznim propisima, moguće je izdavanje pojedinih hartija od vrijednosti i u stranoj valuti.

Što se tiče hartija od vrijednosti koje se izdaju u seriji ZHV SRJ, polazeći od principa da je dinar sredstvo plaćanja, propisuje načelni stav da hartija od vrijednosti glasi na novi dinar (član 5 Zakona). Izuzetno, samo određene kreditne hartije od vrijednosti (obveznice, zapisi i certifikat o depozitu) mogu glasiti i na stranu valutu.

Bez obzira ko je emitent deviznih hartija od vrijednosti (domaće ili strano lice), navedene devizne hartije od vrijednosti mogu se na tzv. primarnom tržištu prodavati samo na

stranom tržištu. Međutim, na sekundarnom tržištu devizne hartije od vrijednosti mogu se prodavati samo za nove dinare u suprotnom predmet ugovora tj. cijena izražena u valuti koja nije dinar bio bi nedopušten i ugovor bi bio ništav. Dakle, cijena, kao predmet obaveze u berzanskom ugovoru, može da se izrazi u stranoj valuti ili zlatu, ali se njena isplata može da traži u postupku pred sudovima RS samo u dinarima prema kursu koji važi u trenutku isplate.⁹¹ Međutim, kada se radi o akcijama ZHV SRJ isključuje mogućnost da se one emituju u stranoj valuti. To je apsolutna zabrana bez izuzetka i akcije se mogu kupovati samo za dinare.

U pogledu određenosti cijene u berzanskom ugovoru, postoje određene razlike u odnosu na obligaciono pravo.

Prema odredbama člana 162 ZOO, ako ugovorom o prodaji cijena nije određena, a ni ugovor ne sadrži dovoljno podataka pomoću kojih bi se ona mogla odrediti, ugovor nema pravno dejstvo.

ZOO podrazumijeva da je cijena određena u slučaju kad ugovor sadrži dovoljno podataka na osnovu kojih je moguće odrediti cijenu (ugovorena tekuća cijena, srednja tržišna cijena određenog dana, tržišna cijena, zvanična cijena na tržištu, cijenu može da odredi treće lice, prema cijeni iz ranijeg ugovora, prema uobičajenoj kalkulaciji u proizvodnji i prometu i sl.). Kada su u pitanju ugovori u privredi, cijena, čak, više nije bitan, već prirodni element, jer se smatra, kad ona nije određena ni određiva, da je ugovorena cijena koju je „prodavac redovno

⁹¹ Zakon o obligacijama, poslednjim izmjenama iz 1993. godine, („Službeni list SRJ“, br. 31/93), uvodi uporedno važenje načela monetarnog nominalizma i valorizma. On najprije utvrđuje da „kad obaveza ima za predmet svotu novca, dužnik je dužan isplatiti onaj broj novčanih jedinica na koji obaveza glasi, izuzev kad zakon određuje što drugo (član 394). Nasuprot principu nominalizma, Zakon dopušta neograničeno važanje devizne i zlatne klauzule. Zbog toga, „ako novčana obaveza glasi na plaćanje u nekoj stranoj valuti ili u zlatu, njeno ispunjenje se može zahtijevati u domaćem novcu prema kursu koje važi u trenutku ispunjenja obaveze (član 235).

naplaćivao u vrijeme zaključenja ugovora, a u nedostatku ove razumna cijena.“⁹²

U berzanskim ugovorima o kupoprodaji hartija od vrijednosti, međutim, cijena uvijek mora da bude tačno određena, jer su oni u suprotnom ništavi. Cijena, kao bitan element ugovora o kupoprodaji hartija se u ugovoru mora označiti pojedinačno po jednoj hartiji i u ukupnom iznosu. Ovakvo određivanje cijene je sasvim normalno kad se zna da se berzanski ugovori tehnički brzo zaključuju i izvršavaju (naročito kod elektronskih berzi), gdje nema vremena za naknadno utvrđivanje u ugovoru odredljive cijene. Kada tako nebi bilo, berze hartija od vrijednosti nebi mogle da nesmetano funkcionišu. Sem toga, sam proces određivanja cijene u berzanskom poslu strogo je regulisan berzanskim pravilima o kotiranju, koje bitno ograničavaju slobodu volje ugovornika.

Pored zahtjeva da cijena bude određena ili odredljiva, tradicionalno se zahtijeva da ona treba da bude i pravična. Zahtjev za pravičnom cijenom proizilazi iz dvostrano obaveznog i teretnog karaktera u kome dominira princip ekvivalencije. Međutim, ovdje je potrebno razlikovati dvije pravne situacije. Ukoliko je cijena u odnosu na vrijednost prodane stvari toliko mala da uošte ne ukazuje na razmjenu vrijednosti, tako da se za nju može reći da je „neozbiljna“, onda to i nije ugovor o kupoprodaji, već poklon ako postoji **animus domandi**, ili neki drugi neimenovan ugovor. Cijena u ovakvim slučajevima nije prava, pa se zbog toga takav ugovor ne može tretirati kao kupoprodaja. Ali, moguće je da visina cijene bude takva da nedvosmisleno ukazuje na kupoprodaju, ali je ipak znatno manja od vrijednosti prodane stvari. U takvom slučaju ugovor o kupoprodaji je nastao ali se može zahtijevati nje-

⁹² Pod razumnom cijenom smatra se tekuća cijena u vrijeme zaključenja ugovora, a ako se ona ne može utvrditi, onda cijena koju utvrđuje sud prema okolnostima slučaja.

govo poništenje od strane oštećenog ugovornika ili od drugog zakonom ovlašćenog lica, ukoliko su ispunjeni zakonom postavljeni uslovi. Najčešće, razlog za poništenje usled nesrazmjerne vrijednosti prestacija biće prekomjerno oštećenje. O prekomjernom oštećenju kao razlogu za poništaj ugovora govorićemo u poglavlju o rušljivim ugovorima.

Berzanski ugovor o kupoprodaji čiji su **predmet sopstvene akcije pod određenim uslovima predstavlja pravno ništav posao** i ne proizvodi pravno dejstvo. Posmatrano iz teorijskog, pa i praktičnog aspekta nelogično je da akcionarsko društvo posjeduje akcije koje je izdalo, jer društvo kao pravno lice ne može da uspostavi veze sa samim sobom. Zato u većini zemalja⁹³ postoji opšta zabrana akcionarskim društvima da pribavljaju u svojini i posjeduju sopstvene akcije.

Otkup sopstvenih akcija znači vraćanje uloga pojedinim akcionarima, čime se može otežati mogućnost isplate potraživanja povjeriocima i privilegovati pojedini akcionari što je suprotno načelu ravnopravnosti akcionara. Sticanje označava da akcionarsko društvo (preduzeće ili banka) dolazi u posjed, tačnije u vlasništvo akcija koje je ranije emitovalo i predalo drugim pravnim ili fizičkim licima. Ovo je sticanje sa naknadom, jer da bi steklo akcije, preduzeće mora da ih iskupi, odnosno kupi i plati po nominalnoj ili drugoj ugovorenoj vrijednosti. Efekat sticanja jeste da se akcije sada nalaze u portfelju hartija od vrijednosti emitenta akcija.

⁹³ Na primjer u SAD, situacija kod regulisanja mogućnosti društva da pribavljaju sopstvene akcije izgleda ovako: — u dvije države zabranjena je kupovina sopstvenih akcija od strane akcionarskog društva; — u 11 država, društva mogu da kupuju sopstvene akcije samo od viška odnosno iz dobiti; — u 8 država, pribavljanje sopstvenih akcija od strane društva, dozvoljeno je samo pod uslovom da nema za posljedicu smanjenje osnovne glavnice; — u 3 države pribavljanje sopstvenih akcija je dozvoljeno uz ograničenja koja su u većoj ili manjoj mjeri precizno utvrđena; — u 6 država pribavljanje sopstvenih akcija od strane društva su dozvoljena bez ikakvih ograničenja; i — u 18 država nijesu donijete nikakve zakonske odredbe koje bi se odnosile na pribavljanje sopstvenih akcija od strane društva, što znači da su ovakva pribavljanja dozvoljena.

Dr Miloš Živančević, Kupovina sopstvenih akcija od strane akcionarskih društava, Finansije, 1992, (5-6) str. 222-229.

Otkup sopstvenih akcija može se pod određenim zakonskim uslovima vršiti i na berzi i na vanberzanskom tržištu.

Sticanje i režim sopstvenih akcija regulisan je odredbama zakona 239-243 ZOP SRJ i odredbom člana 60 ZOP RCG. Saglasno odredbi člana 4 Zakona o bankama i drugim finansijskim organizacijama SRJ ove odredbe Zakona o preduzećima SRJ primjenjuju se i na banke. Zakon o bankama Crne Gore ne reguliše sticanje sopstvenih akcija.

ZOP SRJ i ZOP RCG dopušta otkup sopstvenih akcija samo u izuzetnim slučajevima pazeći da se povjerioci i preostali akcionari ne oštete, a da se takav posao obavi u neke korisne svrhe za društvo.⁹⁴

Prema odredbi člana 230, stav 1 ZOP SRJ, akcionarsko društvo ne može upisivati sopstvene akcije, što znači da je direktan upis sopstvenih akcija zabranjen. Kao što ne može upisivati sopstvene akcije prilikom njihovog izdavanja, akcionarsko društvo ne može sticati sopstvene akcije (one akcije koje su već upisane i uplaćene od strane njihovih imalaca).

Akcionarsko društvo ne može upisivati sopstvene akcije ni neposredno ni preko tećeg lica.

Zavisno akcionarsko društvo ne može upisivati akcije matičnog društva.

Društvo koje je „u većinskom vlasništvu drugog društva” ne može upisivati akcije tog društva.

Ipak, u određenim slučajevima taksativno navedenim u odredbi člana 240 stav 1 Zakona o preduzećima akcionarsko društvo može sticati i sopstvene akcije, ali samo ako se radi o

⁹⁴ Kao razlog za otkup može biti sprečavanje očekivanih mogućih šteta u budućnosti (npr. nagli pad vrijednosti akcija na tržištu) ili sprečavanje pada društva pod kontrolu nekog drugog društva. Osim zaštitne funkcije, sticanje, sopstvenih akcija može imati i karakter čiste finansijske transakcije, pošto otkup sopstvenih akcija znači za određeno vrijeme njihovo povlačenje iz prometa, za to vrijeme društvo ima manji pritisak za isplatu dividendi na preostale akcije ili u drugom, za njega takode pozitivnom slučaju, mogućnost da na manji broj akcija u prometu isplati veće dividende. Takođe, ako društvo poveća dividende na preostale akcije u prometu, tržišna vrijednost tih akcija može se povećati, što bi se moglo iskoristiti za ponovni plasman otkupljenih akcija, ali sada po većoj vrijednosti.

akcijama koje su u cjelosti uplaćene. Prema pomenutoj zakonskoj odredbi, akcionarsko društvo može sticati sopstvene akcije samo: 1) ako je sticanje akcija neophodno da bi se spriječila znatna šteta za društvo; 2) ako akcije treba da se ponude za otkup zaposlenima u društvu, drugim zainteresovanim licima ili povezanim društvima; 3) ako je sticanje akcija besplatno; 4) na osnovu pravnog sledbeništva. Sticanje sopstvenih akcija i kad je izuzetno dozvoljeno ograničeno je na 10% visine sopstvenog kapitala. Za razliku od situacije kada akcionarsko društvo direktno, tj, neposredno stiče sopstvene akcije, te akcije mogu se sticati i posredno - preko trećeg lica (koje nastupa u svoje ime, a za račun društva, tj. kao komisio- nar). U takvom slučaju važi isti pravni režim kao da društvo neposredno stiče akcije, jer između neposrednog i posrednog sticanja nema razlike, izuzev što kod posrednog sticanja društvo stiče sopstvene akcije preko trećeg lica. Treće lice koje stiče akcije za račun društva dužno je da ih, bez odlaganja, stavi na raspolaganje društvu za čiji ih je račun steklo, s tim da ima pravo na naknadu protivvrijednosti kupljene akcije. Slična rješenja postoje i u uporednom pravu. Tako na primjer u Njemačkoj, Zakon dozvoljava da sopstvene akcije koje je društvo pribavilo svojom ukupnom nominalnom vrijednošću ne mogu da pređu 10% od nominalne vrijednosti osnovne glavnice.⁹⁵

Prema odredbi člana 60 ZOP RCG, Društvo može kupovati sopstvene akcije, ako je to predviđeno statutom ili od-

⁹⁵ U Njemačkoj društva mogu da kupuju sopstvene akcije kada je to neophodno da bi se izbjegle ili preduprijedile velike štete. To je najčešće slučaj kada na berzi dođe do velikog pada vrijednosti akcija koje je društvo izdalo i kada to nije posledica nekih stalnih, nepovoljnih tendencija razvoja, već proizilazi iz posebnih, nenormalnih okolnosti. Dalje, društvo može da stiče sopstvene akcije u slučaju obimnijih kupovina akcija društva od strane konkurentskog društva. Zakon dozvoljava društvima da kupuju sopstvene akcije da bi ih zatim podijeli svojim zaposlenim radnicima. Takođe, društvo može da stiče sopstvene akcije kada su akcije u potpunosti uplaćene i kada ih društvo dobije besplatno. Sopstvene akcije društvo može sticati kada to vrši u okviru svojih uobičajenih poslovnih aktivnosti i najzad poslednji slučaj je kupovina sopstvenih akcija radi smanjenja osnovne glavnice, na osnovu odluke skupštine akcionara.

lukom odbora direktora na osnovu odobrenja skupštine akcionara. Kupovinu sopstvenih akcija odobrava skupština akcionara i određuje maksimalan broj akcija koje se mogu kupiti i maksimalnu cijenu koja se može platiti za te akcije. Odlukom skupštine se utvrđuje rok za kupovinu sopstvenih akcija, koji ne može biti duži od 12 mjeseci od dana donošenja te odluke, a nakon isteka tog roka, akcije se mogu kupiti samo uz novo odobrenje. Akcije koje društvo stekne, kupi i posjeduje, kao i akcije koje kupi neko lice u vlastito ime ali za račun društva, ne mogu prelaziti 10% akcionarskog kapitala društva, osim ako su akcije stečene: 1) izvršenjem odluke o smanjenju kapitala; 2) prenosom imovine prilikom restrukturiranja koje se sprovodi u skladu sa odredbama ovog zakona; 3) izvršavanje zakonskih obaveza ili izvršavanjem sudске odluke koja nalaže otkup akcija od manjinskih akcionara u cilju njihovog obeštećenja.

Iz navedenih zakonskih odredaba proizlazi da akcionarska društva mogu izvršiti otkup sopstvenih akcija od akcionara samo za tačno zakonom utvrđene namjene i po strogo propisanim uslovima. Dakle, imperativnom zakonskom normom propisan je način sticanja sopstvenih akcija. Sticanje sopstvenih akcija suprotno odredbama ZOP RCG i ZOP SRJ čini takav pravni posao ništavim i on ne proizvodi pravno dejstvo. Zbog specijalnog režima ovih akcija i jedan i drugi zakon predviđa obavezu akcionarskog društva da otuđi sopstvene akcije u roku od godinu dana od dana sticanja, a ako to ne učini u predviđenom roku dužan je da ih povuče i poništi po pravilima o smanjenju kapitala. Akcije stečene besplatno i po osnovu pravnog sledbeništva otuđuju se u roku od tri godine od dana sticanja.⁹⁶

⁹⁶ Akcije u vlasništvu samog akcionarskog društva redovno imaju poseban pravni režim i ne daju akcionarska prava (pravo na dividendu, na dio likvidacione mase, na upravljanje).

Zakon o bankama i drugim finansijskim organizacijama SRJ navodi izričito samo jedan osnov za sticanje sopstvenih akcija - banka može izuzetno da stiče sopstvene akcije ukoliko se radi o akcijama koje su akcionari ponudili u sekundarnoj prodaji, a čijom bi se prodajom drugim licima nanijela znatna šteta akcionarima banaka. Sticanje navedenih akcija ne može se sprovesti bez prethodne saglasnosti Narodne banke Jugoslavije. U suprotnom je takav pravni posao ništav i ne proizvodi pravno dejstvo. Ovakav stav zauzela je i Savezna komisija za hartije od vrijednosti i finansijsko tržište.⁹⁷

Slučaj sticanja sopstvenih akcija u našoj praksi imamo i kod razmjene uzajamnih uloga u akcije banke i preduzeća. Naime, ukoliko bi se izvršila razmjena uzajamnih uloga preduzeća ili banka bi došla u situaciju da stiču sopstvene akcije. ZOP SRJ I ZOP RCG taksativno su nabrojani slučajevi kada je moguće sticati sopstvene akcije. Kako sticanje tih akcija po osnovu razmjene uloga nije propisano kao jedan od slučajeva u kojima je moguće sticati sopstvenih akcija, to se ni po ovom osnovu ne može vršiti razmjena uloga. Ukoliko su ovakvi ugovori sklopljeni oni su ništavni. Ovakvo mišljenje dala je Savezna komisija za hartije od vrijednosti (45. sjednica od 09. 09. 1998. Godine).

Znači na području RCG i RS postoji sistem kontinentalnog⁹⁸ prava, koji sticanje sopstvenih akcija (kupovina, razmjena) od strane samih društava limitira na unaprijed određen iznos koji se kreće od 10-30% osnovnog kapitala. Osnovi sticanja propisuju se zakonom i van njih je svako sticanje ništavo.

⁹⁷ 54. Sjednica od 24. 02. 1999. godine.

⁹⁸ U uporednom pravu postoje u osnovi dva sistema sticanja sopstvenih akcija. Pored sistema kontinentalnog prava postoji i sistem aglosaksonskog prava, koji u principu omogućuje sticanje sopstvenih akcija bez ograničenja (s tim da društvo ne može otkupiti sve akcije i ostati bez ijednog akcionara sa akcijama koje nijesu izdate kao otkupljive), s tim da to mora biti predviđeno statutom.

Od upisa i sticanja sopstvenih akcija treba razlikovati poslove prodaje sopstvenih hartija od vrijednosti od strane berzanskih posrednika, iako su pravne posledice u obadva slučaja iste, ništavost ugovora o kupoprodaji takvih akcija. Pojava trgovanja učesnika na berzanskom tržištu sopstvenim akcijama može da bude vrlo opasna berzanska pojava zbog velikih zloupotreba i prevara koje su se ranije dešavale u velikim berzama u svijetu i zbog toga u mnogim zemljama zakoni izričito zabranjuju učesnicima na tržištu kapitala da trguju svojim hartijama od vrijednosti. Kod nas je Savezna komisija za hartije od vrijednosti i finansijsko tržište zauzela stav⁹⁹ da berzanski posrednici ne mogu prodavati sopstvene hartije od vrijednosti, osim akcije u primarnoj prodaji. Komisija ovakav svoj stav obrazlaže mogućnošću nastanka sukoba interesa stvarljanjem sopstvenog interesa iznad interesa klijenta i mogućnosti dovođenja u nepovoljni položaj drugih vlasnika hartija od vrijednosti. Ovo pravilo se odnosi podjednako na berzanske posrednike koji se bave brokerskim i dilerskim načinom trgovine.

Izuzetno, zbog specifične pravne prirode akcije kao hartije od vrijednosti koja glasi na dio osnovnog kapitala akcionarskog društva, svi berzanski posrednici, pa i banke koje su berzanski posrednici, mogu samostalno prodavati akcije odobrene emisije u primarnoj prodaji i to na berzi i van berze, ali ne i akcije emitenta u kojima oni imaju odlučujući udio u vlasništvu, odnosno upravljanju.

Komisija, imajući u vidu sve navedene konstatacije, zauzela je stav da svi berzanski posrednici i brokerskog i dilerskog načina trgovine, pa i banke koje su berzanski posrednici, ne mogu samostalno istupati u prodaji sopstvenih hartija od vrijednosti osim u primarnoj prodaji akcija čiju je emisiju odobrila Komisija.

⁹⁹ 54. Sjednica od 24. 20. 1999. godine

Slučajeve nevažnosti imamo i kod berzanskih ugovora **kod kojih bi se kao ugovorna strana pojavila berza i /ili „CDA“**. Naime prema imperativnoj normi ZHV RCG „berza se ne smije baviti trgovinom hartija od vrijednosti ni davati savjete o trgovini hartijama od vrijednosti i investiranju u hartije od vrijednosti, niti davati mišljenja o povoljnosti ili nepovoljnosti kupovine ili prodaje hartija od vrijednosti (član. 49)“. Isto tako, „Centralna depozitarna agencija se ne smije baviti trgovinom hartijama od vrijednosti, ne smije davati savjete o trgovini hartijama od vrijednosti i investiranju u te hartije, ni mišljenja o povoljnosti ili nepovoljnosti pribavljanja ili prodaje hartija od vrijednosti.“

Znači, naši propisi nedozvoljavaju berzi da u berzanskoj trgovini učestvuje kao pravni subjekt - ugovornik¹⁰⁰ Kada bi se berzi omogućilo da sama izdaje hartije od vrijednosti, da ih kotira na svom tržištu i da samostalno nastupa u berzanskom pravnom prometu ona bi se pretvorila u običnu banku i konkurisala bi svojim članovima, jer bi na isti način obrtala svoj kapital, što je sa stanovišta njenog cilja i djelatnosti potpuno nedopustivo. Na taj način bilo bi povrijeđeno i načelo pravičnosti u berzanskoj trgovini tako da svi učesnici u poslovanju na berzi nebi imali jednaku poziciju. Isto važi i za CDA koja mora biti u potpunosti neutralna u odnosu na učesnike u berzanskoj trgovini.

Razlog ništavosti berzanskog ugovora postoji i **u slučaju povezivanja akcionarskog odnosa** sa kreditnim odnosom jer je to u suprotnosti sa imperativnim odredbama ZOP SRJ.

Naime, odredbama člana 244 stav 1. i 2. ZOP propisano je da je ništav pravni posao čiji je predmet davanje avansa ili kredita, odnosno obezbeđenja avansa ili kredita od strane akci-

¹⁰⁰ Berza je takva institucija kod koje je funkcija trgovca posrednika odvojena i stavljena iznad statusa osnivača.



onarskog društva, radi sticanja akcija, i da se ova odredba ne odnosi na pravne poslove finansijskih organizacija, kao ni na sticanje sopstvenih akcija akcionarskog društva radi njihove prodaje zaposlenima u društvu ili zaposlenima u povezanim društvima, ako društvo raspolaže rezervama koje mogu služiti za ove namjene.

Iz navedene zakonske odredbe proizilazi da je zabranjeno davanje avansa ili kredita radi sticanja akcija i da je takav pravni posao ništavan. Posledica ništavosti je da svaka ugovorna strana je dužna da vrati drugoj sve ono što je primila po osnovu takvog ugovora (u konkretnom slučaju) vraćaju se akcije i novac dat za njihovu kupovinu. Dakle, u ovom slučaju imamo ugovor koji je protivan prinudnim propisima. To je protivzakonit ugovor.¹⁰¹ ZOO se izričito izjasnio o sankciji koja će uslijediti ako se stranke ne budu pridržavale imperativne norme (služi se terminom „ništav“).

Stav, da je zabranjeno davanje kredita od strane banke u svrhu kupovine akcija čiji je ona emitent, zauzela je i Savezna komisija za hartije od vrijednosti i finansijsko tržište.¹⁰²

Ugovori zaključeni pod **fizičkom prinudom**¹⁰³ i ugovori koje **zaključi potpuno poslovno nesposobno lice** su nevažeći u svim pravnim sistemima. Iako u ZOO za ove ugovore nije izričito predviđena sankcija ništavosti, takve ugovore treba kvalifikovati kao apsolutno ništave, jer to proizilazi iz bipartitne podjele nevažećih ugovora koju je Zakon usvojio (član 103 i član 111 ZOO). Sem toga sankcija ništavosti ne mora

¹⁰¹ Protivzakonit je ugovor koji je protivan imperativnoj (ili kogentnoj) normi — normi koja je sadržana u zakonu.

¹⁰² 43. Sjednica od 29. 07. 1998. godine.

¹⁰³ Prinuda je nedozvoljeni akt jednog lica kojim se drugo lice prisiljava da izjavi volju u određenom pravcu. Prinudeno lice svojom izjavom daje „pristanak“ na zaključenje određenog ugovora, mada to nebi učinili po svojoj slobodnoj volji. Kod prinude, dakle, nije riječ o pogrešnoj predstavi, što je obelježje zablude i prevare, nego o volji koja je izraz tačne predstave o stvarnosti, ali koja je izjavljena kao rezultat određenog pritiska.

biti u zakonu izričito predviđena. Pored izričitih postoje i takozvane **virtuelne** ništavosti - one koje proizilaze iz pravnog sistema. A takva je nesumnjivo fizička prinuda. Tradicionalno se razlikuju dvije vrste prinude: fizička¹⁰⁴ i psihička prinuda ili prijetnja. Fizička prinuda je uzrok ništavosti, a prijetnja rušljivosti.¹⁰⁵

Da bi prinuda bila uzrok ništavosti potrebno je da se ispune sledeći uslovi: 1) da odlučujuće utiče na izjavu volje; 2) da ozbiljno čini utisak na ugovornika; 3) da predstavlja nedozvoljen akt.

Nedopušten akt, kojim se neko služi da bi drugoga prisilio na zaključenje ugovora, obično potiče od samog ugovornika. U tom slučaju prinuda je, bez sumnje uzrok ništavosti. Međutim, moguće je da prinuda bude djelo nekog trećeg, pa se postavlja pitanje može li se i takav ugovor zbog prinude poništiti. Naš ZOO je usvojio rešenje po kome je prinuda uvijek uzrok ništavosti ugovora pa i kad potiče od strane trećeg lica.

Fizička prinuda, kao razlog ništavosti ugovora, nije samo teorijska mogućnost već i realna opcija na mladim berzanskim tržištima a što nesumljivo pokazuje i praksa na berzanskim tržištima bivših zemalja SSSR-a.

Ispunjenje određene forme¹⁰⁶ može kod nekih obligacionih ugovora da predstavlja bitan element ugovora. U slučaju

¹⁰⁴ Kod fizičke prinude pritisak na volju ugovornika vrši se upotrebom fizičke sile u momentu davanja izjave. Ona se ostvaruje fizičkim mučenjem, zlostavljanjem, nanošenjem tjelesnih povreda, lišenjem slobode, hipnozom i slično.

¹⁰⁵ „ništa nije tako protivno i ubitačno volji, kao što je nasilje i ozbiljno plašenje“ (član 908 Opšteg imovinskog zakonika za Crnu Goru).

¹⁰⁶ Forma obligacionih ugovora je način izražavanja njihove sadržine kroz unaprijed predviđene spoljne (vidljive) oblike preko kojih treba da se manifestuje volja. Ona nije nezavisna od sadržine ugovora, naprotiv, ona je upravo uslovljena sadržinom ugovora. Ali, ono što formi daje obilježja, to je da ona uvijek podrazumijeva određeni spoljni i vidljivi oblik u kome se izjava volje čini. Da bi se pojam forme kao uslov nastanka ugovora tačnije odredio potrebno ga je razlikovati od izvjesnih sličnosti kao što su: odobrenje državnog organa ili fizičkog lica za zaključenje određenog ugovora, formalosti i publiciteta, fiskalnih formalosti i prostog dokaza o postojanju ugovora.

da forma ne bude punovažna ugovor ne proizvodi nikakva pravna dejstva.

U našem pravu je prihvaćeno načelo po kojem se ugovori zaključuju na osnovu slobodno izražene volje. Načelo neformalnosti, podrazumijeva mogućnost da ugovorne strane svoju volju za zaključenje ugovora pod relevantnim okolnostima mogu ispoljavati na bilo koji dopušten usmeni, pismeni ili drugi svima shvatljivi način koji posredno ili neposredno ukazuje na relevantno izraženu volju. Ovo načelo nije primijenjeno na apsolutan način.

Našim, zakonskim propisima nije određena forma berzanskih ugovora. Naime, pitanje načina poslovanja berze kao šire kategorije koja obuhvata, između ostalog, i način zaključivanja i izvršenja berzanskih poslova, prepušta se uređivanju statutom berze a pitanje uslova i načina obavljanja poslova, izvršavanja obaveza iz njih, uređuje se pravilima berze. Pošto nije izričito predviđeno da se berzanski ugovori sastavljaju u predviđenoj formi onda za njih važi princip neformalnosti.

Princip neformalnosti se ogleda u tome što se poslovi u berzi zaključuju usmeno. Dovoljno je da strane postignu saglasnost volja po bitnim elementima ugovora, pri čemu tu saglasnost mogu izraziti bilo na koji način. Dovoljno je da učesnik u berzanskoj trgovini izgovori samo jednu riječ (npr. „kupio“, ili „prodao“), ili samo da učini jedan gest (npr. određeni pokret ruke ili prsta) na ponudu drugog učesnika, pa se posao smatra punovažno zaključenim. Zaključnica¹⁰⁷ i ostale isprave koje se potom sastavljaju, predstavljaju samo dokaz o zaključenom poslu, a ne njegovu formu. Takav je slučaj sa Londonskom, Pariskom ili Milanskom berzom. Primjera radi u Londonskoj

¹⁰⁷ Zaključnica je pismena isprava koja služi kao forma ili kao dokaz berzanskog posla čije predmete sadrži.

berzi se poslovi zaključuju usmeno po načelu „Riječ me obavezuje“.¹⁰⁸

Kako je berzanski ugovor o kupoprodaji hartija od vrijednosti konsensualan ugovor stranke se mogu sporazumjeti da će on postati perfektan tek pošto se ispuni određena forma (ugovorena forma). Posledica neispunjenja forme ugovora je ništavost ugovora, iako bi ispravnije bilo ovakvu situaciju tretirati kao da ugovora nema, jer saglasnost izjava volja je irelevantna ako nije data u određenoj formi.^{108/1} Takođe, berze mogu da svojim autonomnim aktima, koji su obavezujući za sve učesnike trgovine na određenoj berzi, da predvide da se poslovi zaključuju u pismenoj formi. Tako je npr. Beogradska berza, svojim pravilima usvojila načelo formalnosti poslova. Ugovori zaključeni na Beogradskoj berzi imaju pismenu formu koja je bitan elemenat takvih ugovora te se oni smatraju zaključenim kada ugovornici potpišu odgovarajuću ispravu. Na sastanku Beogradske berze posao se zaključuje potpisivanjem potvrde od strane učesnika. U elektronskoj trgovini iste berze posao se smatra zaključenim kada se kompjuterski registruje, a u trgovini preko knjige ponude i tražnje kada rukovodilac kotacije potpiše zaključnicu, na osnovu pismenih potvrda koje je od ugovornika primio teleksom telefaksom ili pismeno.

Pismena forma poslova u Beogradskoj berzi je ugovorne a ne zakonske prirode, jer je predviđena njenim pravilima, koja postaju sastavni dio poslova u trenutku njihovog zaključenja.

¹⁰⁸ Nebojša Jovanović, *Pravna priroda efektnih berzi i berzanskih poslova*, doktorska disertacija, Beograd 1993; str. 128.

Teorijski posmatrano stranke mogu ugovarati ispunjenje svake forme u okviru javnog poretka.

^{108/1} Dr Slobodan Perović, *Obligaciono pravo*, Beograd 1981, strana 363.

Sankcija apsolutne ništavosti prisutna je, takođe, i u slučajevima **kada je samo izvršenje ili samo zaključenje predstavlja krivično djelo**. U našem pravu imamo dva takva slučaja kada su u pitanju berzanski ugovori o kupoprodaji hartija od vrijednosti. Jedan se odnosi na zloupotrebu povjerljivih informacija a drugi na tzv. zelenaški ugovor. Istražićemo da li u navedenim slučajevima postoji sankcija ništavosti berzanskog ugovora.

Prvi slučaj odnosi se na zloupotrebu povjerljivih informacija. ZBBB predviđa u članu 97 „ko dođe do poslovnih podataka berze koji nisu dostupni svim učesnicima na berzi (insajder pravila) i trgovinom na berzi ostvari protivpravnu imovinsku korist ili te podatke saopšti trećem licu, kazniće se za krivično djelo kaznom zatvora od tri mjeseca do pet godina“.

Postoje različita tumačenja šta su to insajder informacije. Zakon o berzama samo u članu 97 kaže da se radi o poslovnim podacima berze koji nijesu dostupni svim učesnicima na berzi.

Direktiva Savjeta EU 89/592 definiše insajd informaciju kao: „informaciju koja nije saopštena javnosti precizne prirode, koja se odnosi na jednog ili nekoliko emitenata transferbilnih hartija od vrijednosti ili na jednu ili na više transferbilnih hartija od vrijednosti, koja, ako bi bila objavljena vjerovatno može imati značajan uticaj na cijenu transferbilnih hartija od vrijednosti o kojima je riječ.

Iz navedene definicije vidi se da je bitno da informacija nije bila objavljena i informacija mora imati vjerovatan uticaj na cijene. Efekat na cijene, ako informacija bude dostupna javnosti mora biti „značajan“.

U insajder informacije koje su zasnovane na materijalnim činjenicama mogu se posebno uključiti: poslovne informacije o novim poduhvatima i poslovima; zaključeni i neobjavljeni ugovori; nastup na nova tržišta, velike državne

narudžbine, pronalaženje novih izvora energije, materijala, sirovina, kanala snadbijevanja i slično; neobjavljeni podaci o finansijskom poslovanju; organizacione i kadrovske promjene; odluke o visini dividende; odluke o emisiji nove serije hartija od vrijednosti; odluke o podjeli akcija; kao i drugi podaci, odluke i informacije koje mogu uticati na visinu cijena hartija od vrijednosti preduzeća.^{108/2}

Po našem ZBBB insajder je svako lice koje je u posjedu povjerljivih informacija i poslovnih podataka, koje još nijesu dostupne javnosti, i koje koristeći iste utiče na formiranje cijena tržišnog materijala ili obavi transakciju ostvarujući protivpravnu korist.

Opšta karakteristika za sva zakonodavstva¹⁰⁹ je predviđanje oštih sankcija za sve subjekte koji prekrše pravila o unutrašnjoj trgovini. Cilj ovako oštih sankcija jeste odvracanje subjekta od trgovine na bazi unutrašnjih informacija, kao i njena prevencija.

Do donošenja ZHV RCG sa stanovišta građanskog prava postojala je nedoumica da li tako zaključeni berzanski ugovori treba da se smatraju ništavnim ili punovažnim uz pravo oštećenog na naknadu štete od upućenog.¹¹⁰ Međutim, navedeni Zakon je otklonio ovu dilemu i on u članu 102 precizno reguliše da se posao sa hartijama od vrijednosti koji je sklopljen korišćenjem povlašćenih informacija ne smatra nevažećim.

Znači, prema propisima Republike Crne Gore poslovi zaključeni povredom **insaider pravila** su važeći uz pravo

^{108/2} Dr Dejan Erić „Insider dtrading” - Trgovina hartijama od vrijednosti na bazi unutrašnjih informacija.

¹⁰⁹ Prvi ovu oblast regulišu SAD, koje počinju regulisanje ove oblasti još sredinom 30-ih godina ovog vijeka. U ostalim zemljama tek u posljednje vrijeme raste interesovanje i potreba da se reguliše ova oblast. Tako Velika Britanija reguliše insider trading početkom 80-ih, Japan 1988, a Njemačka tek 1994.

¹¹⁰ Prema pravu SAD i EU ovakvi poslovi su punovažni uz pravo oštećenog na naknadu štete od upućenog.

oštećenog na naknadu štete. Ovdje se zakonodavac opredijelio da u cilju sprečavanja zloupotrebe informacije utvrdi krivičnu kaznu i prekršajnu kaznu dok je sami posao punovažan. Ovakva rešenja se u savremenoj pravnoj teoriji smatraju kao naprednija. Naime, u slučaju uspješnog poništavanja berzanskog ugovora, oštećenom bi se vratile hartije (ili novac) zbog dužnosti povraćaja u predašnje stanje iako bi on možda imao interesa (i želje) da ih zadrži. Poseban problem može da se pojavi kad su predmet ugovora akcije jer na osnovu njih može novi vlasnik da učestvuje u radu skupštine akcionara, koja može donijeti niz odluka čija bi se zakonitost mogla dovesti u pitanje. Rešenje koje usvaja ZHV RCG je i u skladu sa ZOO po kojem ugovori koji se protive prinudnim propisima, ne moraju biti sankcionisani ništavošću, jer zakon može upućivati na drugu sankciju ili propisivati što drugo.

Pod **zelenaškim ugovorom** podrazumijeva se takav ugovor u kome neko, koristeći se stanjem nužde¹¹¹ ili teškim materijalnim stanjem drugog, njegovim nedovoljnim iskustvom, lakomislenošću ili zavisnošću, ugovori za sebe ili za nekog trećeg korist koja je u očiglednoj nesrazmjeri sa onim što je on drugom dao ili učinio, ili se obavezao dati ili učiniti.

Pojam zelenaškog ugovora treba razlikovati od prekomjernog oštećenja i pored izvjesnih zajedničkih osobenosti. Za razliku od prekomjernog oštećenja pojam zelenaškog ugovora zasniva se na dva kumulativno postavljena uslova: subjektivni i objektivni. Prema objektivnom, potrebno je ustanoviti očiglednu nesrazmjeru između činidbe i nečinidbe, a prema subjektivnom da ta nesrazmjera proizlazi iz nekog subjektivnog stanja drugog ugovornika, kao što je nužda, teško

¹¹¹ Pod iskorišćavanjem nužde podrazumijeva se prijemka potreba nekog za nečim, npr. za nekim ekonomskim dobrom, što sud procjenjuje od slučaja do slučaja. Važno je, dakle, ustanoviti stvarnu prijemku potrebu takvog ugovornika, bez obzira na izvor te potrebe.

materijalno stanje, nedovoljno iskustvo, lakomislenost ili zavisnost. Na taj način polje primjene jednog i drugog pravnog sredstva ne mora se uvijek poklapati, pa je zbog toga opravdano gledište o njihovom istovremenom postojanju u jednom zakonodavstvu.

Neznatna odstupanja u vrijednosti međusobnih prestacija nijesu dovoljna za kvalifikaciju zelenaškog ugovora. Takođe pored očigledne nesrazmjere¹¹² mora postojati i kauzalna veza ovog ugovora sa subjektivnim stanjem drugog ugovornika.

Da li se pravila o zelenaškim ugovorima mogu primijeniti i na berzanske ugovore o kupoprodaji hartija od vrijednosti. Mi mislimo da mogu.

Naime, kod zelenaških ugovora imamo ne samo povredu načela jednakih vrijednosti davanja, nego i povrede načela savjesnosti i poštenja i načela pravičnosti.

U zasnivanju obligacionih odnosa i ostvarivanju prava i obaveza iz tih odnosa svi učesnici u njima su dužni da se pridržavaju načela savjesnosti i poštenja. Isto tako učesnici u obligacionim odnosima su dužni da u pravnom prometu postupaju u skladu sa dobrim poslovnim običajima. Takođe, zakonom se predviđa opšta mogućnost primjene pravičnosti kod tumačenja svih vrsta teretnih ugovora po kojemu nejasne odredbe u teretnom ugovoru treba tumačiti „u smislu kojim se ostvaruje pravilan odnos uzajamnih davanja“. Berzanski ugovor o kupoprodaji hartija od vrijednosti, je kao što smo već ranije konstovali, dvostranoobavezni i teretni ugovor.

Sva gore navedena načela moraju se primjenjivati i na berzanski ugovor o kupoprodaji. Ugovorne strane i u ovim

¹¹² Način na koji se očigledna nesrazmjera, kao element pojama zelenaškog ugovora, može ispoljiti nije isti; naprotiv, on može biti veoma različit; kroz razne kaznene odredbe, ugovornu kaznu, pravu otkupa, prividne ugovore.

ugovorima su pri zaključivanju i ostvarivanju svojih međusobnih prava i obaveza dužne da se pridržavaju načela savjesnosti i poštenja a pod određenim uslovima i načela pravičnosti i jednakosti uzajamnih davanja, kako, u njihovom najopštijem određenju, tako i u posebnim pravilima kroz koje se one konkretizuju. U tom kontekstu je od posebnog značaja primjena načela savjesnosti i poštenja i načela pravičnosti kao relevantnog kriterijuma pri poništenju zelenaških ugovora. Primjena navedenih načela kod berzanskih ugovora, mogla bi se isključiti jedino izričitom odredbom zakona što nije urađeno, pa nema sumnje da i berzanski ugovori mogu biti poništeni kao zelenaški ugovori. Međutim, pri primjeni standarda savjesnosti i poštenja u berzanskim ugovorima mora se njihova opšta sadržina primjenjiva na sve vrste ugovora dopuniti, pa i korigovati, specifičnim standardima savjesnog i poštenog berzanskog prometa. Naime, kod ovih ugovora je rizik znatno veći nego kod ostalih obligacionih ugovora i na njega učesnici koji su profesionalci, sa visokim nivoom znanja dobrovoljno pristaju, špekulišući sa njim. Ali, nesumnjivo je da i berzanski ugovor može biti zelenaški i kao takav biti ništavan. Tako na primjer kod nas već imamo u praksi zaključenje zelenaških ugovora o kupovini hartija od vrijednosti, istina koji nijesu zaključeni na berzi ali mogu biti, naime, neke naše banke su zaključivanje ugovora o kreditu uslovljavale zaključivanjem ugovora o otkupu akcija banke. U ovakvom slučaju radi se o zelenaškom ugovoru, putem kojeg banka stiče nesrazmjernu imovinsku korist u odnosu na ono što je dala preduzeću, korisniku kredita. Banka zna da je preduzeće u teškoj materijalnoj situaciji, da joj je hitno potreban kredit radi obezbjeđenja proizvodnje i opstanka na tržištu, takođe zna da nefunkcioniše sekundarno tržište hartija od vrijednosti da kupljene akcije ne može da pretvori u novac.

Banka u ovakvom slučaju koristi moćan instrument (nuždu preduzeća) prinudnog učešća preduzeća u njenoj dokapitalizaciji. Time je narušeno načelo jednakosti uzajamnih davanja. Takvi ugovori su protivni i načelu savjesnosti i poštenja, načelu obaveze učesnika u obligacionom odnosu da postupaju u skladu sa dobrim poslovnim običajima, kao i moralnim shvatanjima društva. Ovakvi ugovori narušavaju i interese ugovornih strana i javne interese. Kod ostvarenja naprijed navedenih činjenica ugovorna strana kupac akcija može tražiti poništaj ugovora o kupovini akcija, dok ugovor o kreditu može da ostane na snazi.

Svaka ugovorna obaveza pa i obaveza koja proizilazi iz berzanskog ugovora o kupoprodaji hartija od vrijednosti mora imati dopušten osnov (kauzu).^{112/1} **Ako osnov ne postoji ili je nedopušten,**^{112/2} ugovor je ništav.

Pravo i pravna nauka stvorili su osnov¹¹³ obaveze ugovora kao pravni pojam i pravnu ustanovu. Osnovu obaveze ugovora dat je karakter opšteg i bitnog uslova postojanja ugovora. Postojanje osnova obaveze traži se kod svakog ugovora i za svaku ugovornu obavezu. Zbog toga osnov obaveze predstavlja opšti uslov postojanja i berzanskog ugovora o kupoprodaji hartija od vrijednosti.

Osnov obaveze ugovora treba da postoji i sa stanovišta stranaka i sa stanovišta pravnoga poretka. Nepostojanje osnova, tj. obavezivanjem ugovorom bez razloga čini da ugovor

^{112/1} Osnov obaveze ugovora kao pravni pojam i pravnu ustanovu stvorili su francusko pravo i francuska pravna teorija. Ta je ustanova potom prešla u pravne sisteme mnogih zemalja, pa je u priličnoj mjeri uhvatila korijena i u našem pravu i u našoj pravnoj teoriji.

^{112/2} Nedopuštenost (kauze) osnova obuhvata ne samo neku direktnu suprotnost pomenutim propisima i načelima, već i kada se pomoću kauze izigrava primjena tih propisa i načela. Kauza ovdje ispunjava funkciju društvene zaštite jer se pomoću nje štite društveni interesi koji postoje povodom određenih društvenih vrijednosti.

¹¹³ Osnov obaveze treba razlikovati od njenog predmeta. Kod predmeta ispunjenja pita se šta je neko dužan, a kod osnova se pita, zašto je dužan.

ne postoji, tj. da nije zaključen. Međutim, za postojanje ugovora nije dovoljno da osnov postoji. Potrebno je još da je osnov zakonit, dopušten, moralan i istinit, tj. da nije u suprotnosti s pravom, javnim poretком dobrim običajima i moralom.

Osnov obaveze ugovora može biti neistinit (prividan). Prividnost osnova može da se javi u dva vida: i to kada ugovorne strane nijesu uopšte zaključile ugovor sa bilo kakvim osnovom obavezivanja, a u spoljašnjem svijetu prikazuju kao da su stvarno zaključile određen ugovor sa određenim osnovom obavezivanja, i u slučaju kada ugovorne strane imaju u vidu i žele jedan osnov obavezivanja, i zaključuju ugovor sa takvim osnovom a u spoljašnjem svijetu prikazuju kao da su zaključile drugi ugovor sa drugim osnovom obavezivanja. U prvom slučaju radi se o tzv. fiktivnom ugovoru, a u drugom slučaju o tzv. simulovanom ugovoru.

Ugovor zaključen sa neistinitim osnovom obaveze nepostoji, jer ga stranke nijesu ni htjele niti zaključile.¹¹⁴ Ukoliko se u sklopu ugovora sa neistinitim osnovom nalazi ugovor koji su strane ugovornice stvarno htjele i zaključile onda takav ugovor i postoji ukoliko ispunjava uslove koji se traže za njegovo postojanje, uključujući i osnov. Npr. strane su prividno zaključile ugovor o zamjeni hartija od vrijednosti a zapravo su zaključile ugovor o kuopoprodaji hartija od vrijednosti, ili stranke su prividno zaključile ugovor o zalozi hartija od vrijednosti a zapravo su htjele zaključiti ugovor o kupoprodaji hartija od vrijednosti. Međutim, ukoliko su stranke zaključile prividni ugovor iz namjere da izbjegnu poresku obavezu, ili da izvrše promet hartija od vrijednosti čiji je promet zabranjen ugovor može biti ništavan. Osnov svakog ugovora treba ne samo da postoji, nego treba da je moralan i dozvoljen.

¹¹⁴ Prividnost ugovora ne može se isticati prema trećem savjesnom licu.

Drugim riječima, osnov takvog ugovora ne smije biti ništav jer ništav osnov čini ništav i ugovor.

Ugovor sa neistinitim osnovom je ništav, i to apsolutno ništav, mada ovaj ugovor u stvari i ne postoji. Međutim, njega strane ugovornice prikazuju u spoljašnjem svijetu kao da postoji i kao da proizvodi pravno dejstvo pa sa društveno-pravnog stanovišta postoji potreba da on bude poništen.

Primjer berzanskog ugovora o kupoprodaji hartija od vrijednosti kome nedostaje osnov je ugovor čiji su predmet hartije koje su se ugasile zbog isplate obaveza koje su u njima bile sadržane. Takođe, i ugovori kome nedostaje predmet, npr. hartija od vrijednosti koja je individualno određena i koja je propala prije zaključenja ugovora.

Ugovor može biti i djelimično ništav. Ugovorne strane mogu npr. u cilju smanjenja berzanske takse i poreza, što je nedopušteno, ugovoriti npr. cijenu od 10.000 eura a u stvari da je prava cijena 30.000 eura. Ovo je moguće kada se trguje blokovima hartija u kom slučaju se stranke neposredno dogovaraju oko cijene. U ovom slučaju ugovor bi bio ništavan samo u dijelu koji reguliše cijenu tj. važila bi stvarno ugovorena cijena na koju bi se platila propisana berzanska taksa i porez.

Primjer zabranjenog osnova imamo i u slučaju kada zakon kogentno reguliše utvrđivanje vrijednosti ispunjenja, a stranke se ne pridržavaju tog zakonskog osnova (akcije se u primarnoj emisiji ne smiju prodavati ispod svoje nominalne vrijednosti).

Takođe kada se radi o obligacionim hartijama koje se izdaju u seriji, odlukom o njihovom emitovanju utvrđeni su svi elementi koji čine obaveznu sadržinu hartije (npr. obveznica, zapis) u okviru date serije, (a što znači i datum emitovanja i rok njihovog dospjeća) i oni se ne mogu mijenjati dok prodaja hartija te serije traje. Svaka pojedinačna prodaja

hartija može da se vrši samo u okviru uslova koji važe za cijelu seriju.

Slični **poslovima sa nedozvoljenim osnovom su i tzv. spekulativni poslovi**. Špekulativni^{114/1} berzanski poslovi su oni koje ugovornici vrše u namjeri da zarade na razlici u cijenama finansijskih instrumenata, deviza, do koje dolazi usled njihovih promjena u prostoru i vremenu. Vremenski spekulativni poslovi zabranjeni su u mnogim zemljama, tako da su usled toga ništavni.

Berzanski ugovori se od drugih ugovora razlikuju i po prisutnosti uslova u njima (bezuslovni ili čvrsti i uslovni terminski poslovi). Za berzanske ugovore je takođe karakteritično da se samo jednim dijelom zaključuju radi ispunjenja, u mnogim slučajevima, naprotiv, ispunjenje ovih ugovora nije u prvom planu ili uopšte i ne predstavlja cilj ugovora. Umjesto stvarnog prenosa svojine na robi ili hartiji od vrijednosti sa prodavca na kupca, cilj zaključenja ugovora je kod mnogih berzanskih ugovora ostvarivanje razlike u cijeni¹¹⁵ iz više ugovora međusobno povezanih istim predmetom (diferencijalni poslovi). Ovi ugovori su često pravno složeni poslovi sastavljeni od međusobno povezanih ugovora po osnovu predmeta i vremena ispunjenja.

Kod diferencijskih poslova se ugovornici obično unaprijed saglašavaju da o dospelosti ne izvrše svoje ugovorne

^{114/1} Špekulacija se može definisati kao postupak ulaganja u određenu aktivu radi sticanja što veće dobiti u što kraćem roku. Samo značenje pojma nije negativno, odnosno ne odnosi se na nedozvoljene radnje i prevare, kako se kod nas često pogrešno podrazumijeva. Naprotiv, na organizovanim, znači i kontrolisanim, tržištima, špekulisanje predstavlja nužan elemenat neophodan za održavanje dinamike tržišta. hartije od vrijednosti najčešće se, pri špekulisanju, kupuju radi sticanja jednokratne dobiti, veće od one koju bi donijeli redovni prihodi na osnovu vlasništva. U ovom slučaju hartije od vrijednosti kupuju se da bi se prodale odmah pošto im tržišna vrijednost poraste.

Berzanski pojmovnik, Beogradska berza, 1996., str. 122.

¹¹⁵ Špekulisati se može sa padom i povećanjem kursa.

obaveze predaju ugovornih hartija i isplate cijene, već samo da ona strana na čiju štetu je kurs promijenjen, od časa zaključenja do časa dospelosti posla, isplati drugoj strani razliku u cijeni hartija između ugovorenog kursa na dan dospelosti. Umjesto izvršenja, gubitnik plaća dobitniku samo razliku u cijeni u visini kursne razlike iste hartije.

Najveća mogućnost špekulacije postoji kod uslovnih terminskih poslova kod kojih pri zaključivanju ugovora ostaje otvoreno da li će se roba ili hartije od vrijednosti uopšte isporučiti ili će jedna (odnosno obje) ugovorna strana koristiti svoje pravo da zahtijeva ispunjenje ugovora odnosno pravo da ga se odrekne. Uslovni terminski poslovi su po svom karakteru špekulativni, jer im cilj nije promet predmeta berzanskog poslovanja, već razlika u cijeni ostvarena međusobnim povezivanjem dva ili više terminskih ugovora po istom predmetu i uz isti konačni termin za izvršavanje.

Naši propisi koji regulišu berzansko poslovanje ne zabranjuju špekulativne poslove, dozvoljeno je zaključivanje promptnih i terminskih poslova kao i trgovina finansijskim derivatima (iako postoji mogućnost trgovine finansijskim derivatima u praksi naših berzi još uvijek se ne trguje njima).¹¹⁶ Da bi djelatnost koja je usmjerena na stvaranje uslova za sticanje špekulativne dobiti bila dozvoljena, potrebno je da je u skladu sa pravilima berzanskog poslovanja, odnosno da je takva djelatnost dostupna u istoj mjeri svim učesnicima trgovanja.

Vladajuća svijest u socijalističkom društvu je bila ona koja je berzanske poslove naročito diferencijalne, smatrao nespojive sa etičkim normama tog društva. Kao i u drugim

¹¹⁶ Članom 15 Zakona o javnim berzama Kraljevine Srbije iz 1886. godine je bilo predviđeno sledeće: Pri raspravljanju privatnih sporova, koji bi poticali iz berzanskih poslova (član 14) nema mjesta odbrani kao da tražbina ima za osnov posao razlike (diferencijski posao) koji bi imao da se osudi kao opklada ili igra (par 179 i 194 Građanskog zakonika).

socijalističkim zemljama ovakvi poslovi su bili ne samo zakonom zabranjeni, već su za vladajuću društvenu svijest bili i instrumenti eksploatacije, ostvarivanja zarade bez rada i kao takvi napravični.

U našem društvu je poslednjih godina došlo do opredjeljenja za tržišnu privredu klasičnog građanskog tipa, pa se uporedo sa tim modifikovala i društvena svijest o opravdanosti i zakonitosti berzanskih poslova.

Špekulativni berzanski poslovi su u savremenom svijetu česti i oni predstavljaju pravilo tržišne ekonomije. Oni se srijeću u mnogobrojnim poslovnim kombinacijama. Savremena ekonomska nauka pod berzanskom špekulacijom podrazumijeva dobro osmišljenu trgovačku akciju koja ima za cilj da donese profit.¹¹⁷

U našem berzanskom pravu zaštita od pretjeranih špekulacija ne ostvaruje se više zabranjivanjem špekulativnih, poslova već drugim metodima. Ova vrsta aktivnosti ograničava se pravilima same berze, kao i državnim regulativom. Mjere se mogu sastojati u određivanju procenta dozvoljene cjenovne promjene u toku jednog dana, proko koga se trgovanje predmetnom aktivom prekida. Mjere se mogu sastojati i u primjeni poreskih olakšica za držanje hartija od vrijednosti u vlasništvu preko određenog roka. Tako npr. u članu 70 Pravila Nove berze hartija od vrijednosti Republike Crne Gore predviđeno je da „Ako pri početku berzanskog trgovanja ili tokom njega nastupe veća kolebanja kursa, odnosno druge vanredne okolnosti, Upravni odbor može izmijeniti satnicu trgovanja tom hartijom od vrijednosti, odnosno trgovanje za

¹¹⁷ Da bi špekulacija bila uspješna, špekulant treba da dobije informaciju koju drugi nemaju. Pored toga špekulant mora da raspolaze odgovarajućim stručnim znanjem da bi informaciju mogao pravilno da tumači tj. da bi pravilno zaključio kakve posljedice neki događaj će imati na ekonomiju ili na njen segment. Špekulant treba da raspolaze sa određenim finansijskim sredstvima da bi mogao da špekuliše.

kraće vrijeme zaustaviti dok se te okolnosti normalizuju“. Isto tako ZHV RCG, u cilju sprečavanja špekulacija sa cijenama, u članu 113 stav 1. tačka 18 predviđa prekršajnu kaznu za pravno lice koje „Zadrži, poveća, smanji ili izazove promjene u tržišnoj cijeni hartije od vrijednosti putem kupovine ili prodaje te hartije kojom se ne izvrši promjena vlasništva nad tom hartijom ili fiktivnom transakcijom.“

Ipak, i pored opredjeljenja da se što manje sprečava slobodna berzanska trgovina, mišljenja smo da naše zakonodavstvo mora posvetiti veću pažnju regulaciji tzv. špekulativnih berzanskih poslova. Ovo iz razloga što je naše tržište u početnoj fazi razvoja i pretjerano špekulisanje u trgovini hartijama od vrijednosti može dovesti do poremećaja cijena i gubljenja povjerenja u berzu kao najvažniju instituciju tržišta kapitala.

Na kraju kao poslednji razlog ništavosti berzanskog ugovora ističemo da je u praksi sudova RS zauzet stav da su **ugovori zaključeni preko tzv. „interne berze“ ništavi.**

Na ovim berzama trgovalo se sa akcijama koje su zaposleni stekli u procesu svojinske transformacije društvene imovine. Mišljenje o ugovorima zaključenih na internoj berzi dala je i Savezna komisija za hartije od vrijednosti i finansijsko tržište. Komisija je još na svojoj 15-sjednici od 19. 02. 1997 godine, utvrdila da opštim pravnim režimom koji se odnosi na regulisanje finansijskog tržišta, ni prema Zakonu o tržištu novca i tržištu kapitala (Službeni list SRJ br. 64/89 i 28/90), koji su važili do 31. 12. 1994. godine, odnosno do 10. 06. 1995. kao ni prema novim propisima odnosno, ZBBB (90/95) i ZOP-a nije propisana mogućnost osnivanja internih berzi. Imajući u vidu navedeno saglasno važećim propisima osnivanje i postanak „internih berzi“ nije pravno moguć, pa su pravni poslovi o kupoprodaji dionica, odnosno akcija preko interne berze

ništavi i, kao takvi zahtijevaju poništenje svih preduzetih pravnih radnji i povraćaj u predašnje stanje. Stoga je neophodno poništiti sve transakcije izvršene preko „interne berze“ i dalje trgovanje akcijama nastaviti u skladu sa Zakonom.¹¹⁸

Osnivanje internih berzi ne dozvoljava ni zakonodavstvo RCG.

Na ovaj način se onemogućavaju tzv. siva tržišta hartija od vrijednosti tj. interna tržišta koja su izvan zakona i postojećih propisa i obezbjđuje se pravna sigurnost i javnost u trgovanju na sekundarnom tržištu hartija od vrijednosti. Zaustavljanje trgovine na internim tržištima znači zalaganje za transparentnost i kontrolu trgovine na organizovanim tržištima i eliminisanje raznih redistribucija, što je u interesu zaštite investitora i jačanje povjerenja u tržište hartija od vrijednosti.

Ukoliko se u postupku poništenja pravnih poslova transakcija preko „interne berze“ pojave određeni sporovi, za njihovo regulisanje nadležni su redovni sudovi.

2.3. ZAKLJUČAK

Na kraju ovog izlaganja može se konstatovati da i berzanski ugovori o kupoprodaji hartija od vrijednosti kao i drugi obligacioni ugovori mogu da budu ništavi zbog protivnosti Ustavom utvrđenim načelima društvenog uređenja, prinudnim propisima i dobrim običajima. Razlozi ništavosti su: zbog predmeta (čl. 47 ZOO), osnova (čl. 52 ZOO), nesposobnosti ugovornika (član 54 ZOO), nedostatka forme (član 67 ZOO), ili nedopuštenog ili nemogućeg uslova (član 75 ZOO).

Značajna specifičnost postoji kod špekulativnih poslova koji su kod drugih ugovora shodno odredbama Zakona o trgo-

¹¹⁸ 50. Sjednica od 25. 11. 1998. godine.

vini,¹¹⁹ zabranjeni, dok su berzanski špekulativni ugovori važeći i nijesu pogođeni sankcijom ništavosti.

Specifičnost postoji i kod predmeta ugovora, naime, berzanskim ugovor o prodaji zahtijeva tačno određenje predmeta ugovora i to obaveze prodavca i kupca ili je ugovor u suprotnom apsolutno ništav dok kod drugih ugovora o prodaji to nije slučaj.

Zakon nije u svim situacijama izričit kao i kod drugih obligacionih ugovora, da je neki berzanski ugovor ništav. On upotrebljava i izraz „ništav“ i „zabranjeno je, ne čine, mora, ne proizvodi pravno dejstvo i sl.“ Međutim, tumačenjem zakonskih propisa i sudske prakse po našem mišljenju definisali smo najveći broj situacija i okolnosti koje mogu učiniti jedan berzanski ugovor ništavim. Definisan je i najveći broj slučajeva tzv. „virtuelne ništavosti“ (one koje proizilazi iz pravnog sistema) tako da vjerujemo i da će naši sudovi kada je u pitanju ništavost berzanskog ugovora o hartijama od vrijednosti tumačiti smisao i cilj zakona ili regulisati ovu oblast na sličan način kako je to učinjeno u ovom radu.

3. DJELIMIČNA NIŠTAVOST

U praksi se rijetko dešava da strane zaključe neki ugovor čije bi sve odredbe bile nedopuštene i usled toga apsolutno ništave. Mnogo češće, čak po pravilu, ugovor pored

¹¹⁹ Prema Zakonu o trgovini, Špekulacija je sticanje neosnovane imovinske koristi izazivanjem poremećaja u snabdijevanju tržišta ili neopravdanim povećanjem cijena. Špekulacijom se smatra naročito: 1) prikrivanje robe, ograničavanje ili obustavljanje prodaje robe i druge radnje kojima se prouzrokuje poremećaj na tržištu; 2) uslovljavanje kupovine jedne robe kupovinom druge robe ili uslovljavanje kupovine i prodaje robe na drugi način; 3) otežavanjem ili onemogućavanjem kupovine robe; 4) zaključivanje fiktivnih ugovora o kupovini i prodaji robe i o vršenju trgovinskih usluga i drugih fiktivnih ugovora; 5) ne pridržavanje roka isporuke robe ili isporuka robe poslije ugovorenog roka po cijeni višoj od cijene koja je važila na dan isporuke robe utvrđena ugovorom; 6) nepridržavanja redosleda isporuke kad se roba prodaje uplatom unaprijed određenog iznosa određenih sredstava.

dopuštenih sadrži i neke ništave klauzule. Postavlja se pitanje kako raspraviti ovo pitanje, da li ništavost pojedinih odredbi ugovora (tzv. djelimična ništavost) povlači za sobom ništavost cijelog ugovora. Očigledno je da one nedopuštene ugovorne klauzule ne bi trebalo samim svojim postojanjem da kompromituju one dopuštene. Ali isto tako, ni fakt postojanja dopuštenih odredaba u ugovoru ne može sam po sebi otkloniti ništavost onih nedopuštenih.

Po ovom pitanju postoje u uporednom pravu različita rješenja, ali je ZOO ovdje prihvatio jedno rješenje koje odgovara savremenom teorijskom stavu, a takođe i stanovištu izraženom u našoj sudskoj praksi. Naime, prema tom rešenju u principu ništavost pojedinih odredbi ne povlači **ipso facto** i ništavost cijelog ugovora. ZOO se opredijelio za princip održavanja ugovora i u članu 105. predviđa da ništavost neke odredbe ugovora ne povlači i ništavost samog ugovora „ako on može opstati bez ništave odredbe, i ako ona nije bila ni uslov ugovora ni odlučujuća pobuda zbog koje je ugovor zaključen“ (član 105. stav 1.). Međutim, ako se ispostavi da ugovor nebi bio zaključen u odsustvu tih odredbi, njihova ništavost utiče na punovažnost sadržine ugovora. Potrebno je da sud iz prirode ugovora, njegove sadržine, kao iz okolnosti konkretnog slučaja (npr. okolnosti pod kojima je do zaključivanja ugovora došlo) ustanovi da li bi stranke zaključile ugovor da su znale za ništavost tih odredbi i da li ugovor bez njih može da postoji.

Dakle, kad je u pitanju ništavost neke sporne ugovorne odredbe, kao i u slučaju da ostatak ugovora može da opstane i poslije poništenja nedozvoljene odredbe, sud će poništiti samo tu odredbu a ostatak ugovora će biti punovažan.

Ovo pravilo iz člana 105 ZOO primjenjuje se i na berzanske ugovore. Ono je dobro, jer štiteći opšte interese istovremeno vodi računa i o volji ugovorenih strana, naravno ne po cijenu tih interesa.

Pravilo da, u principu, ništavost neke odredbe ugovora ne povlači ništavost i samog ugovora je opšte prihvaćeno u savremenim pravnim sistemima. Pravilo o djelimičnoj ništavosti sadrži i crnogorski Opšti imovinski zakonik¹²⁰ u formuli koja je vrijedna pažnje i koja glasi: „Kad je ugovor ništav ili rušljiv, biva da su takve i sve pojedine odredbe ili uglavci koji su u njemu. Ali kad je samo kakva posebna odredba ništava, ili rušljiva, taj se nedostatak ne prostire na sav ugovor, kako bez te posebne odredbe ne može da bude ili su ugovornici kad, su ugovor glavili, tu odredbu smatrali kao da je od odlučnog zamašaja.“

4. KONVERZIJA UGOVORA

Pitanje apsolutne ništavosti jednog ugovora može se postaviti i kad on ne sadrži nijednu nedopuštenu odredbu, ali ugovoru nedostaje neki od uslova koji je zakonom određen za njegovu punovažnost. Nije rijedak slučaj da ugovorne strane, usled nehata propuste da ispune npr. sve formalnosti predviđene za zaključenje nekog ugovora, a to propuštanje povlači nevažnost ugovora. U ovakvom slučaju Zakon o obligacionim odnosima predviđa pravilo prema kome kad ništav ugovor ispunjava uslove za punovažnost nekog drugog ugovora, onda će među ugovaračima važiti taj drugi ugovor, ako bi to bilo u saglasnosti sa ciljem koji su ugovarači imali u vidu kad su ugovor zaključili i ako se može uzeti da bi oni zaključili taj ugovor da su znali za ništavost ugovora.¹²¹ U ovakvom slučaju govori se o konverziji ugovora i ovo pravilo takođe važi za berzanske ugovore.

¹²⁰ Član 918 ZOO.

¹²¹ Član 106 ZOO.

Ništav ugovor nosi sobom mogućnost konverzije ali ne i konvalidacije, jer ništav ugovor ne postaje punovažan kad zabrana ili koji drugi uzrok ništavosti naknadno nastane. Jedino ako je zabrana bila manjeg značaja, a ugovor je izvršen, ništavost se ne može isticati. Slično pravilo zakon poznaje i u materiji formalnih ugovora gdje predviđa da se ugovor za čije se zaključenje zahtijeva pismena forma smatra punovažnim iako nije zaključen u toj formi ako su ugovorne strane izvršile, u cjelini ili u pretežnom dijelu, obaveze koje iz njega nastaju, ali samo ukoliko iz cilja zbog koga je forma propisana očigledno ne proizilazi što drugo.

Konverzija ugovora dakle predstavlja preobražaj jednog – ništavnog ugovora u drugi punovažni. Po prirodi stvari, konverzija jednog ugovora nije moguća kod apsolutno ništavih ugovora već samo kod nepostojećih,¹²² jer, ako ugovor sadrži nedopuštene odredbe, one ni u jednoj varijanti ne mogu proizvoditi dejstva tj. ni u kom ugovoru. Jedino kad zaključenom ugovori nedostaje neki uslov zbog čega nije ni nastao, to je moguće.

Da bi se mogla sprovesti operacija konverzije u jednom konkretnom slučaju potrebno je utvrditi sledeće:

- Ništavost ugovora, tj. neefikasnost izjavljenih volja u pravnoj formi koju su ugovorne strane izabrale. Kod konverzije je uvijek riječ o tome da stranke nijesu ispunile sve uslove koje zakona traži za punovažnost određenog ugovora, usled čega taj ugovor ne proizvodi pravna dejstva (nasuprot, ako proizvodi neka pravna dejstva, npr. u pitanju je rušljiv ugovor, onada postoji mogućnost konvalidacije a ne konverzije)
- Volja izražena u pravnom poslu mora imati karakter pravno relevantne volje, što znači da ne može biti riječi o

¹²² Sa teorijskog stanovišta, to je jedan argument više u prilog razlikovanja nepostojećih ugovora od ništavih ugovora.

konverziji ako su stranke znale za ništavost ili je u pitanju pravni posao koji je po svojoj sadržini ili cilju protivzakonit ili nemoralan. jer, ako strane nijesu postupale u dobroj vjeri, tj. znale su za ništavost, one nijesu htjele postizanje normalnog dejstva pravnog posla, a ako to nijesu htjeli ne može se pretpostaviti da žele postići isti ili sličan rezultat u drugom obliku.

- U ništavom ugovoru moraju biti sadržani elementi punovažnog ugovora. Ako tih elemenata nema, već je potrebno preduzeti još neku pravnu radnju, tada ne može biti riječi o konverziji, već bi bio u pitanju novi ugovor koji se ne samo po vrsti nego i vremenski odvaja od prethodnog ništavog ugovora.

- Da bi bilo konverzije drugim – punovažnim ugovorom sadržanim u ništavom, se mora ostvariti isti ili približno isti cilj koji su ugovarači imali u vidu kad su ugovor zaključili, tako da se može uzeti da bi oni zaključili taj ugovor da su znali za ništavost.

Može se zaključiti da je konverzija u suštini izraz težnje očuvanja ugovora i da se u osnovi zasniva na tumačenju ugovora prema zajedničkoj namjeri stranaka, i da je mogućna i dozvoljena kod berzanskih ugovora.

5. POZIVANJE NA NIŠTAVOST

Utvrdjivanje postojanja razloga apsolutne ništavosti predviđeno je u članu 103 ZOO. U takvoj situaciji neophodno je utvrditi da li su ispunjeni uslovi nevedenog člana zakona o obligacionim odnosima, odnosno da li je zaključen ugovor protivan prinudnim propisima, javnom poretku ili dobrim običajima. Tužbeni zahtjev u takvoj situaciji mora glasiti kao zahtjev za utvrđivanje ništavnosti, s obzirom da se radi o ra-

zlozima apsolutne ništavosti koji podrazumijevaju ništavost ugovora od samog zaključenja.

S obzirom da se ništavim ugovorima vrijeđaju u prvom radu javni interesi izraženi ustanovom javnog poretka,¹²³ to je i krug lica koja mogu podići tužbu za utvrđivanje ništavosti znatno širi od onoga koji se predviđa kod rušljivih ugovora.¹²⁴ U principu, na ništavost ugovora mogu se pozvati sva zainteresovana lica. Zainteresovana lica su u prvom redu ugovarači. Takođe, u ovu grupu su, univerzalni sukcesori ugovarača, njihovi poverioci kao podnosioci **acto obliqua** njihovi **singularni** sukcesori u odnosu na pravo koje je predmet ugovora čija se ništavost traži. Zainteresovana lica mogu biti i društvena lica i njihovi organi koji su ovlašćeni da ustaju u zaštitu određenih javnih interesa. Ponekad ih i sam zakon poimenice navodi (javni tužilac, javni pravobranilac). Pored njih, na ništavost se može pozvati i svako drugo lice koje je u stanju da pokaže interes za taj akt, za razliku od rušljivosti ugovora gdje je riječ samo o pravno zainteresovanim licima.

S obzirom da su u pitanju javni interesi zakon stavlja u dužnost sudu da pazi na ništavost po službenoj dužnosti **ex officio**. Ovakvo ovlašćenje suda je normalna posledica pojma i prirode ovih ugovora. Naime, izvršenjem ovakvih ugovora ostvarili bi se ciljevi koji su u suprotnosti sa javnim poretkom, pa su zbog toga sudovi, kao organi javne vlasti, ovlašćeni da i po sopstvenoj inicijativi ispituju razloge ništavosti. Ovo tim prije što će ugovorne strane nekada imati interesa da prečute činjenice koje upućuju na ništavost ugovora. Dakle, sud ne čekajući da ugovorne strane ili druga zainteresovana lica postave zahtjev za utvrđivanje ništavosti sprovode postupak i donose odluku o ništavosti ugovora. To će npr. biti slučaj kada

¹²³ V. čl. 10, 103.

¹²⁴ V. čl. 112.

su ugovarači iznijeli spor pred sud, ne postavljajući zahtjev za utvrđivanje ništavosti, bilo što im nije poznato da je ugovor apsolutno ništav, bilo što žele iz ovih ili onih razloga da to prečute.

U pravnoj teoriji i praksi postavlja se pitanje da li se na ništavost može pozvati i onaj ugovornik koji je unaprijed, još prilikom zaključenja ugovora znao da preduzima jedan akt koji je nedopušten sa pravnog ili moralnog stanovišta. Drugim riječima, treba li pružiti sudsku zaštitu onome ko se poziva na sopstvenu nedopuštenu radnju. Naše pravo dopušta i nesa-
vjesnom ugovorniku da traži poništaj ugovora. Međutim, kod posledica poništaja vodi računa o savjesnosti i tu imamo primjenu pravila **nemo auditur**.¹²⁵

Pravna teorija i praksa istog su stanovišta u pogledu činjenice da su svi učesnici u zaključenju ugovora čije se utvrđenje ništavosti traži nužni i jedinstveni suparničari u parnici kojom se traži utvrđenje ništavosti.

Pravo na isticanje ništavosti ne gasi se (član 110 ZOO).

Tužba za utvrđivanje ništavosti ugovora ne zastariva te takav ugovor protokom vremena ne može „ozdraviti“ i postati punovažan. Ovo pravilo je na specifičan način izraženo u Opštem imovinskom zakoniku za Crnu Goru, riječima „Što se grbo rodi, vrijeme ne ispravi; što je s početka nezakonito, to vremenom samim zakonito ne postaje.“¹²⁶ Ovo pravilo se zasniva na činjenici da je u slučaju ništavosti u pitanju javni interes i da zbog toga ćutanje, zainteresovanih lica ne treba da ima za posledicu konsolidovanje faktičke situacije stvorene suprotno zakonu ili moralu.

Međutim, treba primijetiti da svi pravni sistemi ne usvajaju ovo rješenje. Tako npr. u francuskom pravu sve tužbe

¹²⁵ Nemo auditur — pravilo inspirisano motivom da se nepružanjem sudske zaštite nesavjesnim licima prvenstveno djeluje na smanjenje broja ništavih ugovora.

¹²⁶ Član 1006.

pa i tužba za utvrđivanje apsolutne ništavosti zastarijevaju za trideset godina i ovaj stav se brani time da je interes pravnog prometa, dakle, u javnom interesu da se po isteku određenog vremena stabilizuju faktičke situacije.

Tužba za poništaj ugovora može se podnijeti privrednom sudu ili posebnom izabranom sudu pri berzi, čiji su članovi unaprijed imenovani i čija odluka u sporu ima odlike i snagu sudske odluke.

Prema Saveznom ustavom utvrđenoj nadležnosti između federacije i republika, ustavima i zakonim RCG i RS uređeni su organizacija i nadležnost redovnih sudova. Saveznim ustavom utvrđen je položaj i nadležnost Saveznog suda. Saveznim zakonom su uspostavljeni i vojni sudovi.

Nadležnost i organizacija redovnog suda u RCG i RS uređeni su republičkim zakonom o sudovima.

U obje republike sudovi su Zakonom obrazovani kao sudovi opšte nadležnosti i kao privredni sudovi.

Po pravilu, privredni sudovi su stvarno nadležni da sude sporove koji proisteknu iz ugovora u privredi, primjenjujući posebna pravila postupka u privrednim sporovima.

U obligatorne organe berze svrstava se i arbitraža berze.

Arbitraža kao način rješavanja sporova ima veoma dugu tradiciju i upotrebljavana je u raznim oblastima prava. Ona je jedan od najstarijih načina rješavanja sporova, naročito imovinskog karaktera. Izuzetno mjesto i ulogu dobila je arbitraža prvo u međunarodnoj trgovini, a kasnije u međunarodnim privrednim odnosima u cjelini. Učesnici u međunarodnom privrednom predmetu prihvatili su arbitražu prvo kao način, a zatim, njenim sve češćim institucionaliziranjem, kao i organ za rješavanje sporova iz ugovornih odnosa sa stranim elementom. Može se sa sigurnošću tvrditi da su u ovom domenu arbitraže potisle sudove i da predstavljaju najčešći način rješavanja sporova iz međunarodnog odnosa.

Arbitraža se u berzansko dilerskim sporovima dugo koristi, jer je brži i jeftiniji način rješavanja kompleksnih pitanja. Jedan od najznačajnijih pravnih aspekata arbitraže je da je arbitražna odluka konačna i obavezujuća, kao i da je krug razloga na osnovu kojih ona podleže sudskom preispitivanju veoma ograničen. Takođe, strane priznaju da izborom arbitraže kao sredstva rješavanja sporova, načelno odustaju od svojih prava da rješavaju spor preko sudova.

Pravni osnov za uspostavljanje (i obraćanje) arbitraži koja će rješavati sporove koji nastaju iz poslovanja učesnika na berzanskom tržištu sadržana je u odredbama Glave 31 Zakona o parničnom postupku, kojim su propisane imperativne norme za određene elemente postupka pred izabranim sudovima čije je sjedište u SRJ. Pravni položaj berzanske arbitraže uređen je na uopšten način u članovima 32. i 33. ZBBB koji glase:

„Radi rješavanja sporova između učesnika na berzi po poslovima zaključenim na berzi, berza određuje arbitražu.

Rješenje arbitraže je konačno“. (čl. 32. ZBBB).

Dalje „Arbitraža berze ima namanje tri člana, koje imenuje skupština berze. Članovi upravnog i nadzornog odbora i direktor berze ne mogu biti članovi arbitraže.“ (čl. 33. ZBBB).

To znači da njihova konkretizacija ima da se izvrši statutom berze čiji obligatorni element na osnovu čl. 20. st. 1. čat. 11 ZBBB jesu odredbe o utvrđivanju načina rješavanja sporova među akcionarima, članovima i učesnicima na berzi.

Na osnovu odredba ZBBB i svojih Statuta, Upravni odbor Beogradske berze i Upravni odbor Montenegroberze, donijeli su Pravilnike o radu berzanskog suda (arbitraže), koji su praktično identični. Po ovim pravilnicima u nadležnosti Berzanskog suda je:

1) sporazumno rješavanje sporova putem posredovanja između učesnika na berzi odnosno između akcionara berze;

2) rješavanje sporova između učesnika na Berzi po poslovima zaključenim na Berzi odnosno između berzanskih posrednika u vezi sa kupoprodajom finansijskih instrumenata kojim se trguje na Berzi po poslovima zaključenim van Berze.

Berzanski sud vrši svoje funkcije preko Predsjedništva, sekretara, arbitražnih vijeća i arbitara pojedinaca.

U vršenju svoje funkcije arbitri su nezavisni i nepristrasni. Oni su dužni da tokom i nakon okončanja postupka čuvaju podatke koji predstavljaju tajnu u vezi sa postupkom u kome su učestvovali.

U slučaju nastanka spora, stranke koje su u sporu biraju po jednog člana arbitražnog vijeća i zamjenika člana, a zajednički biraju predsjednika i zamjenika predsjednika arbitražnog vijeća, sa liste članova berzanskog suda koje je imenovala skupština. Ako se strane u sporu ne mogu dogovoriti o imenovanju predsjednika, odnosno zamjenika predsjednika arbitražnog vijeća, iste imenuje predsjednik berzanskog suda.

Članovi arbitražnog vijeća mogu se izuzeti saglasno odredbama Zakona o parničnom postupku. Odluku o tome donosi uprava berzanskog suda.

Vijeće donosi odluku o sporu većinom glasova članova vijeća, odluka je konačna i protiv nje se može voditi spor za poništaj pred nadležnim sudom u slučajevima utvrđenim u Zakonu o parničnom postupku.

Prethodni uslov za zasnivanje nadležnosti Berzanskog suda za sve navedene vrste sporova, je da su učesnici poslova prethodno ili naknadno u pisanoj formi izričito ugovorili nadležnost berzanskog suda.

Berza vrši opšti nadzor nad administrativnim poslovima Berzanskog suda i obezbjeđuje sredstva za obavljanje njene djelatnosti.

6. PRAVNE POSLEDICE NIŠTAVOSTI

6.1. UVODNE NAPOMENE

Poništiti jedan ugovor znači oduzeti mu svojstvo da proizvodi pravna dejstva koja bi inače proizveo. Ništavi ugovori povlače za sobom i brojne pravne posledice. Prvo, pošto apsolutno ništavi ugovori ne proizvode nikakva pravna dejstva, nijedna ugovorna strana ne može od druge zahtijevati ispunjenje obaveze niti sud takvim zahtjevima može pružiti zaštitu. Međutim, čest je slučaj da je jedna ugovorna strana, ili obje, pre konstatovanja da je ugovor apsolutno ništav izvršila obavezu iz ugovora. U takvom slučaju se postavlja pitanje povraćaja u predašnje stanje **restitutio in integrum** i naknada štete. Ali, pored toga na planu posledica ništavosti potrebno je ispitati i pravni položaj trećih lica koja su se javila kao sticaoci nekog stvarnog prava.

6.2. POVRAĆAJ DATOG

Ukoliko nijedan ugovornik ne izvrši uopšte ugovornu obavezu, po sebi se razumije, da se pitanje povraćaja tada i ne postavlja. U tom slučaju nijedna od stranaka ne može zahtijevati izvršenje ugovorne obaveze, jer je ugovor apsolutno ništav, što znači da nema pravnog osnova koji bi dopuštao postavljanje takvog zahtjeva. Međutim, daleko složenije pitanje nastaje kada stranke (obje ili samo jedna) potpuno ili djelimično izvrše ugovorne obaveze, tj. predaju jedna drugoj one vrijednosti koje predstavljaju predmet ugovora. Tu treba razlikovati tzv. jednostranu, dvostranu i nedopuštenu restituciju.¹²⁷

¹²⁷ Restitucija, ustvari, znači uspostavljenje u imovini ugovornih strana onog stanja koje je bilo prije zaključenja ugovora. To se postiže na taj način što svaka strana vraća ono što je po osnovu ništavog ugovora primila. U tom smislu, kupac vraća stvar, a prodavac cijenu. Na taj način se, po pravilu, udovoljava ne samo načelu monetarnog nominalizma, nego i načelu jednakih vrijednosti davanja.

Kod jednostrane restitucije samo je jedna strana u obavezi da izvrši povraćaj primljenog, i to prvenstveno u naturi, a ako je to nemoguće onda u novcu. To će biti u slučaju kada je po osnovu ništavosti ugovora samo jedna strana primila izvršenje obaveze druge strane, tako da se pitanje povraćaja postavlja samo za jednu stranu. Stranka koja nije dobila protivrijednost ne može zahtijevati izvršenje prestacije svoga saugovornika. Za razliku od jednostrane restitucije, kod dvostrane restitucije dolazi do obostranog povraćaja primljenog, tj. svaki ugovornik vraća svom saugovorniku ono što je od njega primio po osnovu ništavog ugovora, a ako je to nemoguće, onda vrijednost izraženu novčanim ekvivalentom. To je opšte pravilo kojim se regulišu imovinski odnosi nastali potpunim ili djelimičnim ispunjenjem ništavog ugovora. Međutim, ponekad to pravilo trpi izuzetak ustupajući mjesto tradicionalnoj maksimi **nemo auditur** tako da do povraćaja izvršenih prestacija ne dolazi. Ovo pravilo praktično znači da se ugovorna strana, koja je znala da je ugovor koji zaključuje zabranjen ili nemoralan, ne može pozvati na ništavost toga ugovora. Tako se njoj uskraćuje pravo, koje inače imaju sva zainteresovana lica uključujući – u principu – i ugovorne strane, da može tražiti poništenje apsolutno ništavog ugovora koji je zaključen. Ovoj materiji nije nepoznato pravilo prema kome su stranke dužne da ono što su po osnovu ništavog ugovora primile predaju nekom trećem npr. državnom ili nekom drugom javnom organu (tzv. nedopuštena restitucija)¹²⁸ koje rješenje usvaja naše pravo.

Po odredbama člana 104 stav 1 i 2 ZOO predviđene su tri moguće građansko-pravne sankcije. Jedna se sastoji u tome,

¹²⁸ Instituciju oduzimanja predmeta ništavog ugovora poznavalo je još Rimsko pravo u slučaju dobiti iz ugovora o sreći u korist države. Bila je poznata i Opštem imovinskom zakoniku za Crnu Goru iz 1880. godine (u članu 600 „... kad su pak obojica nepošteno radili tada davalac ne može više tražiti povraćanja, nego će primalac u crkvenu kasu dati to što je primio“).

da je svaka ugovorna strana dužna vratiti drugoj sve ono što je primila po osnovu ništavog ugovora, a ako nije moguće, ili ako se priroda onog što je ispunjeno protivi vraćanju, ima se dati odgovarajuća naknada u novcu, prema cijenama u vrijeme donošenja sudske odluke, ukoliko zakon što drugo ne određuje (restitucija). Druga sankcija se sastoji u odbijanju u cjelini ili djelimično zahtjeva nesavjesne strane za vraćanje onog što je drugoj strani dala. Treća sankcija se sastoji u oduzimanju u korist opštine onog što su stranke po osnovu zabranjenog ugovora primile.

Po odredbama člana 104 stav 3. ZOO propisani su kriterijumi o kojima će sud voditi računa prilikom odlučivanja o tome koju će sankciju primijeniti. To su: savjesnost jedne, odnosno obiju stranaka, značaj društvenih interesa koji se ugrožavaju i moralna shvatanja društva.

Sud u svakom konkretnom slučaju, s obzirom na pomenute odredbe zakona i okolnosti slučaja, odlučuje koju će od propisanih sankcija primijeniti.¹²⁹ To istovremeno znači da sud ne može u istom slučaju odrediti više sankcija s tim da se sledeća primijeni tek ako se prethodna ne izvrši.

Ovo stoga, što se radi o različitim sankcijama koje se preuzimaju u različitim okolnostima. Naime, tamo i gdje postoje uslovi za primjenu sankcija oduzimanja u korist opštine ne može se narediti restitucija, pošto se na taj način nebi otklonile posledice ništavog ugovora kojim su povrijeđeni društveni interesi.

¹²⁹ Pravilo o oduzimanju predmeta prestacije u korist nadležne opštine primjenjivaće se samo na one ništave ugovore koji su u očiglednoj suprotnosti sa određenim pravnim i moralnim normama i čije bi se izvršenje u većoj mjeri narušavalo društvena dobra (materijalna, intelektualna, moralna), a stranke su pri tom postupale nesavjesno.

6.3. NAKNADA ŠTETE

Pored povraćaja u predašnje stanje, kao pravna posledica poništenog ugovora može se javiti i naknada štete. Zaključivanjem ništavog ugovora jedna stranka može pretrpjeti štetu usled neizvršavanja ugovornih obaveza. Međutim, pravo na naknadu može imati samo savjesna strana, dok naknadu može dugovati samo ona koja je nesavjesna. To znači da u slučaju kad su obje strane bile savjesne, kao i ako su obje bile nesavjesne, nijedna ne može imati pravo na naknadu štete.

Naknada štete treba da obuhvati onu štetu koju je savjesna stranka pretrpjela zbog neizvršenja ugovora, kao i zbog preduzimanja svih postupaka koji su proizašli iz njenog djelovanja da je zaključen punovažan ugovor, a koji dovodi do smanjenja njene imovine (brokerska provizija, troškovi klirunga i saldiranja, sudski troškovi).

6.4. PRAVNI POLOŽAJ TREĆIH LICA

Poništenje jednog apsolutno ništavog berzanskog ugovora o kupoprodaji hartija od vrijednosti, ne može imati nikakvih posledica prema trećim savjesnim licima koja su stekla pravo svojine na hartiji.

Zbog sigurnosti berzanskog prometa, odstupa se od principa da niko ne može prenijeti na drugo lice više prava nego i što sam ima, i treće savjesno lice stiće konačno pravo svojine. Prvobitni prenosilac neće u ovom slučaju imati pravo da od trećeg lica zahtijeva povraćaj stvari, ali će zato imati pravo da od svog nesavjesnog saugovornika zahtijeva naknadu prouzrokovane štete.

GLAVA VII

RUŠLJIVI UGOVORI

1. POJAM

Relativno ništav ugovor je takav nevažeći ugovor, koji ima neke nedostatke, ali on proizvodi pravna dejstva ukoliko ne bude poništen. Mogućnost poništenja predviđena je zbog nedostatka koji taj ugovor ima, ali ta sankcija ne mora neminovno da nastupi, jer zavisi od volje ugovarača koga sankcija štiti hoće li zaključeni ugovor biti proglašen ništavim ili će proizvoditi pravno dejstvo punovažnog ugovora. Zaključenjem jednog relativno ništavog ugovora povrijeđen je, u načelu, neki pojedinačni interes, pa je zbog toga poništenje takvog ugovora ili njegovo održanje prepušteno izboru lica čiji je interes i povrijeđen zaključenjem ugovora.¹³⁰

Na apsolutnu ništavost ugovora može se pozivati svako zainteresovano lice a državni organi o njoj vode računa po službenoj dužnosti. Na relativnu ništavost može se pozvati samo zakonom određeno lice i to, po pravilu, ako ono samo tako hoće. Zbog toga, dok sudska odluka o poništenju nekog apsolutno ništavog ugovora samo konstatuje fakt njegove ništavosti, presuda kojom se poništava jedan relativno ništav ugovor ima konstitutativan značaj, jer se njome stvara jedna nova pravna situacija: ugovor koji je do tada postojao i proizvodio pravna

¹³⁰ Relativno ništavim ugovorima smatraju se oni koji sadrže nedostake kojima se vrijeđaju pojedinačni interesi, najčešće interesi jedne ugovorne strane.

dejstva, donošenjem te odluke više ne postoji. Donošenjem presude ugovor se poništava sa retroaktivnim dejstvom.

2. DOMEN PRIMJENE

2.1. UVODNE NAPOMENE

Tradicionalno, rušljivost ugovora se primjenjuje u materiji nedostatka volje (zabluda, prevara, prijetnja), kao i kod ograničene poslovne sposobnosti. Međutim, osobine rušljivog ugovora mogu se sresti i u nekim drugim slučajevima npr. kod prekomjernog oštećenja.

Ispitaćemo da li prednje važi i za berzanski ugovor o kupoprodaji hartija od vrijednosti

2.2. SLUČAJEVI I OKOLNOSTI U KOJIMA DOLAZI DO RUŠLJIVOSTI UGOVORA

Zabluda je netačna (pogrešna ili nepotpuna) predstava o nekoj činjenici u vezi sa ugovorom. Ona se obično odnosi na neki od elemenata ugovora, bitan ili nebitan, ali se isto tako može ticati i prirode ugovora, a takođe i ličnosti sa kojom se ugovara.

Pogrešna predstava sama za sebe još nema nikakvo pravno dejstvo. Pravno relevantna postaje pogrešna predstava tek kada stranka na osnovu takve pogrešne predstave izjavi svoju volju.

Jedna ugovorna strana može dospjeti u zabludu povodom neke činjenice na razne načine iz različitih uzroka. Međutim, za pojam zablude, u pravnotehničkom smislu riječi bitno je da druga ugovorna strana nije ni na koji način svjesnim postupcima doprinijela formiranju pogrešne predstave o njoj. Ukoliko se, naprotiv, može ustanoviti njen udio u tome, tj.

ako je ona svjesno izazvala zabludu kod svog saugovarača, to će biti prevara a ne zabluda.

Ne čini svaka zabluda ugovor rušljivim. Ugovor je rušljiv samo u određenim slučajevima bitne zablude, tj. ako se odnosi na bitna svojstva predmeta, na lice sa kojim se zaključuje ugovor ako se zaključuje s obzirom na to lice, kako i na okolnosti koje se po običajima u prometu ili po namjeri stranaka smatraju odlučnim, a strana koja je u zabludi nebi inače zaključila ugovor takve sadržine. Međutim, ako se zabluda odnosi na prirodu ugovora, osnov ili predmet obaveze, onda ugovor i ne nastaje, pa tada nije u pitanju rušljiv ugovor, već nepostojeci. Sve ostale zablude nijesu od uticaja na punovažnost ugovora.

Osnov primjene pravila o rušljivosti ugovora, u domaćem pravu je član 25 ZOO na osnovu kojeg se ova pravila primjenjuju i na berzanske ugovore.

Do zablude u berzanskoj trgovini hartijama od vrijednosti može najprije da dođe zbog manljivog prospekta.¹³¹ Manljiv je prospekt, čija je sadržina manjljiva. Po autoru N. Jovanoviću¹³² „sadržina prospekta je manjljiva kad nije

¹³¹ Prospekt je javni poziv za upis i uplatu hartija od vrijednosti koji sadrži informacije neophodne da investitor može stvoriti realnu sliku o imovini i obavezama, gubitku i dobitku, finansijskom položaju i perspektivama emitenta, kao i o pravima sadržanim u hartijama od vrijednosti na koje se odnosi prospekt.

¹³² Finansijsko tržište, Savezna komisija za hartije od vrijednosti i finansijsko tržište, Beograd, 2001. godina.

Na istoj stranici autor iznosi i udžbenički primjer netačnog podatka u prospektu koji se tiče pravne stvari iz sudske prakse iz Velike Britanije iz 1914. godine. Kompanija je izdala prospekt, zovući ulagače da joj upišu hartije, kako bi kupila određenu parcelu kaučukovog drveta u Peruu. Planirala je da od nje stvori plantažu, radi skupljanja kučuka za proizvodnju gume u svojim pogonima u Britaniji. U prospekt je unijela izvod iz stručnog nalaza i mišljenja, koje je dao neki inženjer za proizvodnju kaučuka i gume. On je procijenio da na parceli ima znatno više stabala i da su ona kvalitetnija nego što je stvarno bio slučaj. Kad je kompanija propala, ulagači su zatražili povraćaj datoga. Likvidator je kompaniju branio izgovorom da ona nije mogla da zna za netačnost stručnog nalaza nezavisnog stručnjaka, tako da ne može ni da bude odgovorna za štetu tužiocima. Sud mu je odbio prigovor, usvojivši zahtjeve. Smatrao je da je kompanija morala za to da zna, te da je ako već nije znala, morala jasno da obavijesti javnost, da ne jemči za istinitost nalaza i mišljenja nezavisnog stručnjaka.

uskladen sa propisima o njegovoj potpunosti istinitosti i jasnosti“. S obzirom na vrstu mane, prospekt može da bude nepotpun, netačan i krivo navodeći („iskrivljen“, „uljepšavajući“). Nepotpunost postoji kad prospekt ne sadrži jedan ili više podataka imperativno nabrojanih propisima o njegovoj sadržini. Nepotpuni je i prospekt, koji sadrži sve propisima nabrojane podatke, ali nema podatak o kakvoj nenabrojanoj činjenici, koja je, uobičajeno pažljivom neukom ulagaču, razumno potrebna za ispravno shvatanje isplativosti i rizičnosti kupovine emitovanih hartija. Netačnost postoji kad prospekt sadrži podatak, koji je neistinit, jer ne odgovara činjenici na koju se odnosi (npr. prikazan veći kapital ili dobit, nego što jeste...). Netačnost mora da je takva, da može dovoljno da motiviše ulagača da kupi hartije. Najzad, krivo navodeći prospekt sadrži sve propisane i tačne podatke, ali su oni tako napisani da stvaraju kod neupućenog čitaoca (ulagača) pogrešan utisak o većoj pogodnosti kupovine hartija, nego što stvarno jeste. Njime se ulagač neosnovano navodi na kupovinu. Dok se nepotpunim i netačnim prospektom od ulagača skrivaju nepovoljne činjenice, krivo navodećim prospektom se uljepšavaju.

Prospekt, u stvari, predstavlja razglednicu emitenta, njegov osnovni zadatak je da informiše investitora i pretpostavka je da su svi podaci iz prospekta tačni. Svi podaci navedeni u prospektu podliježu zvaničnoj kontroli, pa se prospekt može smatrati i sredstvom legalizacije poslova emitenta.¹³³

Ako je emisija obavljena na osnovu manljivog prospekta, ulagačeva izjava volje o kupovini ponuđenih hartija (upis) je manljiva. Tada on ima pravo da traži poništaj ugovora, zbog

¹³³ Kontrola podataka iz prospekta od strane Komisije za hartije od vrijednosti, i dobijanje odzvole ne smije se nikako shvatiti kao signal investitorima da je investicija isplativa već samo potvrda da su svi podaci prospekta tačni.

prevare ili zablude, uz naknadu štete,¹³⁴ koju je usled toga pretrpio. Ako je emitent ili njegov pomagač nesvjesno povrijedio svoju dužnost da istinito sastavi prospekt radi se o zabludi.

Prisustvo zablude u ugovoru se ne pretpostavlja, ono se mora dokazati. Lice koje se poziva na zabludu zahtijevajući poništenje ugovora biće dužno da dokaznim sredstvima pokaže postojanje zablude i to one zablude koja se smatra uzrokom ništavosti. Poništenje ugovora može zahtijevati jedan ili oba ugovornika zavisno od toga da li je samo jedan ili su oba ugovornika bila u zabludi.

Strana koja je u zabludi neće moći zahtijevati poništenje ugovora, ako pri zaključenju ugovora nije postupala s pažnjom koja se u prometu zahtijeva. Koja je to pažnja, faktičko je pitanje koje sud cijeni od slučaja do slučaja, uzimajući u obzir sve relevantne okolnosti. Kupac mora da bude savjestan. To znači da u vrijeme kupovine emitovanih hartija nije znao niti je prema okolnostima, mogao, a ni morao, da zna da je prospekt manjljiv. U protivnom, svjesno je pristao da plati višu cijenu, te nije prevaren, niti je u zabludi. Strana se u zabludu može dovesti i neistinitim finansijskim izvještajem o poslovanju emitenta, i ovdje se mogu primijeniti ista pravila kao i kod manjljivog prospekta.

Pozivanje na zabludu, pa makar ona bila i bitna, nije moguće ako je druga strana spremna da izvrši ugovor onako kako je htjela stranka koja je u zabludi. Pravilo je inspirisano naporom da se sačuva princip pravne sigurnosti koji se u ugo-

¹³⁴ Svaki emitent, ponuđač, odgovorne lice emitenta ili ponuđač ili bilo koje drugo lice koje je odgovorno za prospekt odgovara za istinitost i potpunost podataka koje sadrži prospekt.

Lice iz stava 1 ovog člana obavezno je da plati naknadu svakom licu koje stekne hartiju od vrijednosti oslanjajući se na podatke iz prospekta i pretrpi štetu, kao rezultat bilo kojeg neistinitog ili netačnog podatka iz prospekta ili zbog nepotpunog podatka predviđenog članom 34 ovog zakona.

Član 37 ZHV RCG

vornom pravu ispoljava maksimumom da se ugovori imaju poštovati i izvršavati onako kako glasi.

Prevara je nedostatak volje koji se sastoji u tome što jedan ugovornik svojim svjesnim radnjama izaziva zabludu kod svog saugovarača, a takođe i kad on ne preduzima ništa da bi otklonio zabludu čija je on već žrtva. U pitanju je, kako se to vidi, zabluda ali svjesno izazvana ili podržavana zabluda, pa se ona stoga često naziva i kvalifikovanim zabludom. Da bi prevara predstavljala uzrok relativne ništavosti ugovora, potrebno je da se utvrdi da prevareni ugovornik nebi zaključio ugovor da je znao pravo stanje stvari povodom činjenice o kojoj je prevaren. Pojam prevare podrazumijeva sticaj dva elementa: jedan, psihološkog karaktera, koji se svodi na namjeru jednog ugovornika da drugog navede ili održi u zabludi, i drugi, koji je povezan sa ostvarivanjem takve namjere i koji se ogleda u preduzimanju različitih postupaka koji dovode do formiranja pogrešne predstave o relevantnim činjenicama. Između prevare i izjave volje mora da postoji uzročna veza. Namjeru lica koje čini prevaru treba shvatiti kao njegovu svijest o tome da će radnje koje je on preduzeo izazvati zabludu kod drugog ugovornika. Prema tome, prevara uvijek pretpostavlja **mala fidei** na strani onoga ko se njome služi.¹³⁵ Ona se realizuje putem određenih radnji ili postupaka koji proizlaze iz aktivnog ili pasivnog ponašanja lica koje čini prevaru.

Prevara se takođe može učiniti i pasivnim ponašanjem, to je slučaj kada jedan od ugovornika primijeti zabludu kod drugog ugovornika i ništa ne učini da ga oslobodi od zablude, već ga svojim „ćutanjem“ održava u zabludi ili čak utiče i na pojačavanje zablude.

¹³⁵ Prevara je uvijek uzrok ništavosti i onda kada izazvana zabluda nije bitna. To je posledica osnovne pretpostavke da je kod prevare uvijek prisutna nesavjesnost onog koji je čini. Otuda i pravilo „prevara sve kvari“.

Kao i u slučaju zablude i prevara se može odnositi na veoma različite činjenice u vezi sa nekim ugovorom. Međutim, pošto je kod prevare uvijek prisutna zla namjera, prevareni ugovornik može tražiti poništenje ugovora bez obzira da li je prevaren u pogledu neke bitne ili nebitne činjenice. Dovoljno je da se utvrdi da je prevara tako uticala da prevareni u njenom odsustvu nebi zaključio ugovor. Ako to nije slučaj, prevara neće biti uzrok ništavosti ugovora, ali će prevareni ugovornik imati pravo na naknadu štete koju trpi zbog toga što je ugovor usled prevare zaključio pod nepovoljnijim uslovima no što bi to bilo da nije prevaren.

Ukoliko prevara potiče od trećeg lica, ona ne može biti uzrok poništenja ugovora, s tim što u ovom slučaju prevareni ima pravo na naknadu štete od tog trećeg lica. Međutim, ako je saugovarač prevarenog znao ili je mogao znati za postojanje prevare od trećeg lica, tada se ugovor može poništiti. Ustvari, u ovom slučaju prevaru vrši sam saugovarač prevarenog, pa o tuda i ovakvo rješenje pitanja.

I ovdje se postavlja pitanje, može li u berzanskoj trgovini hartijama od vrijednosti, postojati okolnosti, zbog kojih bi ugovorna strana mogla tražiti poništaj ugovora usled mane volje - prevara.

Načelo savjesnosti i poštenja, emitentima hartija od vrijednosti zabranjuje da prilikom emitovanja svojih hartija saopštavaju neistinite ili nepotpune podatke, odnosno da ne saopšte podatke koji su odlučujući za donošenje odluka o kupovini hartija od vrijednosti ili da pridobijaju kupce hartija obećavanjem određene pogodnosti, čija vrijednost znatnije prevazilazi uobičajene reklamne nagrade.

Iako je berzansko poslovanje uređeno sistemom pravila ponašanja, koja obezbeđuju visok stepen sigurnosti i fer i poštenu trgovinu, ipak smo svjedoci velikog broja prevara u

berzanskoj trgovini. Globalni privredni razvoj karakteriše sve učestalije pojave finansijskih prevara u međunarodnim okvirima koje su izazvale krupne promjene na berzama u Aziji, Južnoj Americi, a naročito u Rusiji.¹³⁶ Kako svjetsko tržište kapitala postaje sve više sofisticirano, ono postaje sve više otvoreno za zloupotrebe. I kako su barijere između zemalja opuštenije kapacitet za mogućnost prevara raste.¹³⁷

Firme publikuju svoje godišnje izvještaje. Uz to objavljuju brojne međuizvještaje i periodične izvještaje, prospekte, saopštenja za štampu, izvještaje revizorskih firmi i menadžment konsultanata. Za preduzeća su posebno značajna i analize koje se odnose na analizu bilansa stanja i bilansa uspjeha i na indikatore poslovanja: visinu, strukturu i način formiranja ukupnog kapitala i stalne imovine, neto kapital i tokove njegovog formiranja, tekuću i opštu likvidnost, rentabilnost, ekonomičnost i obrt kapitala, solventnost, položaj preduzeća na tržištu. Prisutni su investicioni analitičari, brokeri, berze, investicione banke. Sagledava se da je godišnji finansijski izvještaj samo jedan od izvora ali ne jedini i isključivi izvor finansijskih informacija. Cilj je da tržište što bolje i preciznije ocijeni stvarnu finansijsku poziciju - snagu firme.¹³⁸ Sam koncept javnosti podrazumijeva da svaki potencijalni korisnik finansijskih informacija može da im pristupi uz minimalne troškove.

¹³⁶ Učestale finansijske prevare i pronevjere ozbiljno ugrožavaju razvoj finansijskog tržišta i predstavljaju limitirajući faktor za sticanje poslovnog povjerenja, naročito buduća investiciona ulaganja, bez čega se ne može ostvariti intenzivniji privredni razvoj i podstaći brže otvaranje novih radnih mjesta.

¹³⁷ Branko Ž. Ljutić, *Investicije: Osnove berzanskog i bankarskog poslovanja*, Beograd., 1998 str. 60.

¹³⁸ Interesantan je slučaj Dominion of Melchizedek, Lažne nacije koja je postojala u računarskom prostoru. Ova nepostojeća zemlja emitovala je svoje obveznice kojima se čak trgovalo na finansijskom tržištu, izdavale bankarske dozvole a EU je čak jednom obavljala komunikaciju sa njihovim ministrom unutrašnjih poslova.

Izvor: Euromoney, juli 1999. godine.

^{138/1} Na berzama su čak i najave godišnjih izvještaja sa naznakom cifara razlog za nagle promjene cijene akcija, mada to ne mora uvijek biti slučaj.

Prema našim propisima svi emitenti čije se hartije od vrijednosti kotiraju na berzama dužni su da podnose redovno godišnje izvještaje urađene po međunarodnom standardu.¹³⁹

Međunarodni računovodstveni standardi i standardi revizije nalažu da računovodstveni iskazi budu opsežni, konzistentni, relevantni, tačni, pouzdani i uporedivi.

Takođe emitent hartija od vrijednosti je obavezan da u prospektu i pored objavljenih podataka o poslovanju navede i naziv ovlašćenog revizora koji je izvršio reviziju¹⁴⁰ računovodstvenih iskaza, kao i cjelokupno izraženo mišljenje sa svim napomenama i konstatacijama.

Nema sumnje da su uporedivost i pouzdanost finansijskih informacija od presudnog značaja za investitora pri donošenju odluka o ulaganju u hartije od vrijednosti.

Kupac hartija od vrijednosti može biti prevaren ukoliko npr. u finansijskom izvještaju svjesno nijesu prikazane sve fakture za troškove, za pružene usluge ili nabavljenu robu, sakrivena imovina, lažni knjigovodstveni dokumenti, nije plaćan porez i nije iskazana obaveza po njemu, izgubljene parnice i obaveze po njima, gubici u poslovnim jedinicama itd. Ukoliko kupac nebi zaključio ugovor o kupovini hartija od vrijednosti da je znao pravo finansijsko stanje njihovog emitenta postoji mana volje i može se tražiti poništaj ugovora.

¹³⁹ Danas u svijetu, pored mogućih, mada vrlo rijetkih slučajeva pojave, posebnih nacionalnih standarda revizije za pojedine zemlje i grupe zemalja egzistiraju tri opšte prihvaćena seta revizorskih standarda. To su opšteprihvaćeni standardi revizije u SAD (US GAAS), Opšteprihvaćeni standardi revizije u Ujedinjenom kraljevstvu (UK GASS) i Međunarodni standardi revizije (IFAC ISA). Struktura pomenutih seta revizorskih standarda se razlikuje ali se ipak, može konstatovati da okvir za obavljanje poslova revizije čine: (1) kodeks profesionalne etike revizora; (2) tehnički standardi revizije; i (3) standardi za kontrolu kvaliteta revizije.

¹⁴⁰ Revizija ili auditing je postupak provjere finansijskih izvještaja i knjigovodstvene evidencije u preduzeću koju obavljaju stručna lica. Eksternu ili spoljnu reviziju obavljaju ovlašćeni revizori, učlanjeni u strukovna udruženja. Pored njih, internu ili unutrašnju reviziju izvještaja i evidencije kompanije mogu obavljati druga stručno osposobljena lica. Nakon provjere, revizor nalogodavcu podnosi izvještaj u kojem navodi obim revizije, metode i testove koje koristi, kao i mišljenje o vjerodostojnosti poslovnih knjiga i finansijskih izvještaja. Da bi njegovo mišljenje bilo objektivno i u skladu sa standardima računovodstva revizor mora biti nezavistan od preduzeća u kome obavlja provjeru.

Podnošenje tačnih finansijskih izvještaja o poslovanju emitenata hartija od vrijednosti je u funkciji zaštite investiranja i kupaca hartija od vrijednosti. Kod nas ovu materiju reguliše Zakon o računovodstvu i Zakon o reviziji računovodstvenih iskaza koji usvajaju računovodstvene standarde koji važe u zemljama razvijenih tržišnih privreda. Međutim, i pored dobrih zakona u praksi imamo pojavu sastavljanja neadekvatnih finansijskih izvještaja, koji su nastali kao rezultat ozbiljnih nedostataka u primjeni postojećeg zakonodavstva.

Problem podnošenja neadekvatnih finansijskih izvještaja postoji i u zemljama razvijene tržišne privrede. Netačan finansijski izvještaj ozbiljno ugrožava pravilo berzanskog poslovanja i vitalne interese investitora u hartije od vrijednosti, čime se ozbiljno podriva određenje u stabilnost berzanskog poslovanja.

U pravcu poboljšanja kvaliteta finansijskih izvještaja komisija za hartije od vrijednosti i berze SAD sa sjedištem u Vašingtonu, ima ovlašćenje da izriče kazne korporacijama koje padnesu neodgovarajuće finansijske izvještaje.

Američko zakonodavstvo utvrđuje i odgovornost računovođa za vjerodostojnost i kredibilitet objelodanjenih finansijskih informacija sadržanih u finansijskim informacijama iskazim firme. Takvi izvještaji mogu biti precijenjeni ili potcijenjeni, nerealno iakazani. Oni su odgovorni u građanskim i krivičnim parnicama. Njihova odgovornost je posebno naglašena u situacijama neistinitih prikazivanja pojedinih finansijskih pozicija. Prethodno posebno važi za ispuštanje, odnosno neobjavljivanje svih onih bitnih finansijskih informacija, na osnovu kojih se potencijalni finansijski investitor — kupac hartija od vrijednosti opredjeljuje i donosi konkretnu investicionu odluku. takve odluke posjeduju sve konsekvence po sadašnju i buduću vrijednost njegove imovine, koju nepozudana finansijska informacija može imati. Osnovno pravo

investitora je pravo na dobijanje istinitih i pravovremenih informacija.

Uporedivost i pouzdanost finansijskih informacija su od presudnog značaja za investitore pri donošenju odluka o ulaganju u hartije od vrijednosti. Iz tih razloga, a u cilju zaštite investitora, neophodno je istinito i kontinuirano objelodanjivanje fundamentalnih informacija o finansijskom stanju emitenta, rezultatima poslovanja, o promjenama u vlasništvu u kapitalu.

Linija odbrane koju najčešće na sudu slijede računovođe je da dokažu da su djelovali sa dužnom pažnjom, profesionalno. Za računovođe je značajno da dokažu da su u trenutku podnošenja odgovarajućih finansijskih iskaza sadržane informacije bile materijalno tačne, tako da prema njihovom najboljem znanju ili uvidu nijesu mogli izazvati nedoumice.

Prevara može postojati i ukoliko se ugovor zaključi usled uticaja manljivog prospekta.¹⁴¹ Ukoliko emitent svjesno povrijedi svoju dužnost, da sadržina prospekta nije usklađena sa propisima o njegovoj potpunosti, istinitosti i jasnosti smatra se da je ulagače prevario i takav ugovor je rušljiv. Naravno, potrebno je i da je ulagač-kupac posredstvom berze kupio hartije od vrijednosti a da to ne bi uradio da informacije u prospektu nijesu bile netačne.

Slučajevi prevare mogu postojati i kod slučajeva zloupotrebe povjerljivih informacija. Berzanski ugovor zaključen

¹⁴¹ U Engleskom pravu kupcu akcija po prospektu stoje na raspolaganje sledeća pravna sredstva protiv osnivača (kod osnivačke emisije) i kompanije i odgovornih lica (uprava i druga ovlašćena lica, ponuđača akcija koji nije izdavalac): tužba za naknadu štete zbog prevare; tužba za raskid ugovora i naknadu štete, u slučaju da je u ugovor unijet kao uslov lažni izvještaj; prigovor postojanja prevare kao odbrambeno sredstvo u parnici koja je pokrenuta protiv njega; opozivanje kupljenih akcija. Pod određenim uslovima moguće je i oslobođenje od odgovornosti (razumna vjera u istinitost prospekta, oslanjanje na izvještaj eksperata, preduzeti razumni koraci da se otklone propusti, fer reprodukovanje zvaničnih izvještaja i dokumenata, sticanje akcija sa znanjem sticaoca za propust, razumna vjera da promjene određenih elemenata nijesu bitne za objavu naknadnog prospekta. Pored građanske odgovornosti može postojati i krivična odgovornost.

M. Vasiljević: Akcionarstvo i privatizacija, Pravo i privreda br. 5-8/99 str. 17.

na osnovu povjerljive informacije za koju zna samo jedna strana (upućeni), sadrži u sebi neku vrstu anticipirane prevare druge strane (oštećenog) koja će da štetu pretrpi tek kasnije po objavljivanju informacije. Međutim, vidjeli smo da su prema ZHV RCG ovakvi poslovi punovažni uz pravo oštećenog na naknadu štete.

Prevaru imamo i u situaciji kada emitent emituje akcije u većem iznosu nego što mu je to odobrila Komisija. Ovdje, emitent prikriva od kupca jednu važnu činjenicu, da hartija nema određeni kvalitet, jer ne postoji odobrenje za sve stvarno emitovane hartije. Takođe, postoji i nesigurnost investicije jer u takvim okolnostima bio bi poremećen odnos osnovnih kapitala i visine nove emisije akcija (u ovoj fazi razvoja Komisija (savezna) odobrava emitentu emisiju akcija naviše do visine osnovnog kapitala 1:1. Nema nikakve sumnje da se pri ovakvim činjenicama radi o rušljivom ugovora, mada ima i osnova za ništavnost ugovora. Naime, može se smatrati da ovdje nije ispunjen jedan od uslova da bi se moglo trgovati hartijama od vrijednosti a to je da su hartije emitovane u skladu sa ZHV, što za trgovinu akcijama znači da je dobijeno odobrenje od Komisije za emisiju akcija kojima se trguje.

Treba reći da je otkrivanje prevara dug i složen proces. To zahtijeva razradu detaljnih planova za njihovo otkrivanje kako kod nadzornih državnih i berzanskih organa kao i kod svakog učesnika u berzanskoj trgovini.

Prijetnja je jedan oblik prinude i predstavlja nedozvoljeni akt jednog lica kojim se drugo lice prisiljava da izjavi volju u određenom pravcu.¹⁴²

Za razliku od zablude i prevare, tj. kad neko lice želi da stupi u ugovor zbog pogrešne predstave o nekom elementu ugo-

¹⁴² Ako je ugovorna strana ili neko treći nedopuštenom prijetnjom izazvao neopravdani strah kod druge strane tako da je ova zbog toga zaključila ugovor, druga strana može tražiti da se ugovor poništi. Strah se smatra opravdanim ako se iz okolnosti vidi da je ozbiljnom opasnošću ugrožen život, tijelo ili drugo značajno dobro ugovorne strane ili trećeg lica.

vora, kod prinude odnosno prijetnje ono ne želi da stupi u ugovor ali to čini zbog straha izazvanog djelovanjem nekog drugog lica. Ipak, neće svako prisiljavanje nekog lica da zaključi ugovor predstavljati uzrok relativne ništavosti, već samo ako ono ima određena obilježja, ako ispunjava određene uslove.

Prijetnja je moguća kod svih ugovora, pa i kod berzan-skih ugovora, što je u praksi dokazano na primjerima Rusije i bivših republika SSSR-a gdje je upotreba prijetnje i fizičke sile kod trgovine akcijama bila česta pojava.

Da bi prijetnja bila uzrok ništavosti potrebno je da se ispune sledeći uslovi: 1) da odlučujuće utiče na izjavu volje;¹⁴³ 2) da ozbiljno čini utisak na ugovornika;¹⁴⁴ 3) da predstavlja nedozvoljen akt.¹⁴⁵

Za postojanje prijetnje nije od značaja da li se ona ostvaruje na ličnosti prinuđenog ili se na svijest ugovornika dje-

¹⁴³ Između prinude i izjavljene volje mora postojati kazualna veza. Prijetnja mora biti takva da odlučujuće utiče na ugovornika da izjavi volju. To znači da pritisak na njegovu svijest mora biti takav da mu se on ne može oduprijeti već je prinuđen da izjavi volju onako kako se od njega zahtijeva. Prijetnja predstavlja buduću opasnost koja se obično uslovno postavlja: ako se ne prihvati ugovor opasnost će biti realizovana. Potrebno je da je prijetnja presudno uticala na donošenje odluke o zaključenju ugovora. Ako je prijetnja odlučujuće uticala na izjavu volje kojom se postiže saglasnost samo za neke spoljne odredbe ugovora, dok za bitne elemente ugovora postoji slobodno izražena volja. U takvom slučaju ugovor ostaje punovažan samo što prinuđeno lice nije obavezano tako nastalim sporednim odredbama.

¹⁴⁴ Sam akt pritiska mora biti ozbiljan i izazvati neotklonjiv strah i opravdan strah kod druge strane da je ova zbog toga zaključila ugovor. Pitanje je, da li treba tu osnovanost posmatrati sa subjektivnog ili sa objektivnog gledišta. Njemačko pravo je prihvatilo subjektivan kriterijum, a Švajcarsko pravo u nekoliko objektivizirani subjektivni kriterijum, pošto se ne pita, da li se strana osjećala, već da li se morala osjećati ugroženom. U našem pravu ozbiljnost se ima cijeliti prema svakom konkretnom slučaju uzimajući u obzir sve okolnosti koje mogu uticati za izazivanje osnovanog straha.

¹⁴⁵ Pritisak koji se vrši na volju nekog lica mora biti nedozvoljen, i time se ispunjava treći uslov za postojanje prijetnje. Pojam nedozvoljenog uzima se ovdje u širokom smislu. To znači da će uslov biti ispunjen ne samo kad prinuda ima obilježja krivičnog djela, već i kad je ona protivna nekoj drugoj pravnoj normi, a takode kad se protivi moralnim pravilima, dobrim običajima i savjesnosti. Zbog toga, ne predstavlja nedozvoljen akt kad neko prijeti da će iskoristiti neko pravno sredstvo u cilju ostvarenja nekog svog prava, izuzev ako to u konkretnom slučaju predstavlja zloupotreba prava, npr. povjerilac prijeti da će tužiti dužnika sudu za dug ako ovaj sa njim ne zaključi određeni ugovor, što dužnik inače ne želi.

luje psihičkim pritiskom, stavljanjem u izgled da će se zlo dogoditi nekom njemu bliskom licu ili će pogoditi njegovu imovinu. Bitno je da prinuda ispunjava navedene uslove i da bez nje prinuđeni nebi zaključio ugovor.

Nedopušteni akt, kojim se neko služi da bi drugoga prisilio na zaključenje ugovora obično, potiče od samog ugovornika. U tom slučaju prinuda je, bez sumnje, uzrok ništavosti. Međutim, moguće je da prinuda bude djelo nekog trećeg, pa se postavlja pitanje može li se i takav ugovor zbog prinude poništiti. Po rješenju koje usvaja naš ZOO, kad prisiljavanje ostvaruje neko treće lice, čim su ispunjeni potrebni uslovi ugovor može biti poništen, čak i ako saugovarač ne zna za postojanje prinude trećeg lica.

Međutim, savjesnost saugovarača može biti od uticaja prilikom rješavanja pitanja naknade štete. Naime, u slučaju poništenja ugovora usled prinude koju vrši neko treći savjesni saugovarač će imati pravo na naknadu štete zbog poništenja ugovora od lica koje je bili prinuđeno. Pri tome se ovdje njegova savjesnot ustanovljava ne samo kad nije znao za postojanje prisiljavanja od strane trećeg, već i kad to prema okolnostima nije mogao znati.

Prijetnja je u praksi daleko češća od fizičke prinude.

Prekomjerno oštećenje. Uzrok relativne ništavosti (rušljivosti) ugovora je i prekomjerno oštećenje¹⁴⁶

U osnovnim načelima (član 15) ZOO je propisano da u zasnivanju dvostrano obaveznih ugovora „učesnici polaze od načela jednake vrijednosti uzajamnih davanja“ i da se „zakonom određuje u kojim slučajevima narušavanje tog načela povlači posledice“.

¹⁴⁶Neki autori ističu da oštećena strana može tražiti raskid a ne poništenje ugovora.

U članu 139 i 140 (Prekomjerno oštećenje) i član 141 (Zelenaški ugovor - o čemu smo već govorili) su predviđeni slučajevi narušavanja ekvivalentnosti uzajamnih prestacija koja povlače pravne posledice.

Prekomjerno oštećenje se može definisati kao gubitak koji trpi jedna ugovorna strana u trenutku zaključenja nekog teretnog ugovora zbog pretjerano velike nesrazmjere vrijednosti uzajamnih davanja. Kao pravno sredstvo zaštite oštećene strane prekomjerno oštećenje, (*laesio enormis*) se pojavilo još davno i bilo je poznato već u Rimskom pravu.

Da bi postojalo „prekomjerno“ oštećenje, tj. takvo koje povlači „pravne posledice“, a to je mogućnost da se zahtijeva poništenje ugovora, moraju biti ostvarene određene pretpostavke. ZOO (član 139) zahtijeva: 1) da je u pitanju dvos-trani tj. dvostrano obavezni ugovor; 2) da je između obaveza ugovornih strana u tom ugovoru postojala u vrijeme zaključenja ugovora „očigledna nesrazmjera“,¹⁴⁷ 3) da oštećena strana u trenutku zaključenja ugovora „nije znala niti je morala znati“ za pravu vrijednost stvari ili usluge koja je predmet njene obaveze.

Pravne posledice „prekomjernog oštećenja“ sastoje se u pravu oštećene strane da podnese zahtijev za poništenje ugovora (član 139). Ovdje je riječ o manji ugovora koja ga čini rušljivim od njegovog zaključenja.

U članu 139 stav 3 je propisano da odricanje unaprijed od prava da se zahtijeva poništenje nema pravnog dejstva, a u članu 139 stav 4 je predviđeno da ugovor pod određenim okolnostima može ostati na snazi. To će biti onda „ako druga strana

¹⁴⁷ „Očigledna nesrazmjera“ uzajamnih prestacija mora postojati u vrijeme zaključenja ugovora; ako „očigledne nesrazmjere“ tada nema, zaključen ugovor se ne može obarati zbog prekomjernog oštećenja. Ako je, „očigledna nesrazmjera“ nastala nakon zaključenja ugovora može doći jedino u obzir raskidanje ili izmjena ugovora zbog promijenjenih okolnosti, ukoliko su ispunjeni uslovi za primjenu tog instituta (član 133 ZOO).



ponudi dopunu do prave vrijednosti“ i time otkloni uzrok zbog kojeg se ugovor može poništiti. To je pravo druge strane koje nije uslovljeno pristankom oštećenog.

Postavlja se pitanje da li se berzanski ugovor o kupoprodaji hartija od vrijednosti može da ugasi poništajem usled prekomjernog oštećenja jednog od ugovornika. Mi mislimo da ne može i to iz sledećih razloga: ugovor o kupoprodaji hartija od vrijednosti spada u privrednopravne ugovore, koje zaključuju stručnjaci kojima je dobro poznata vrijednost robe koju prodaju ili kupuju. Za berzanske posrednike koji su profesionalci zakonski uslov nepoznavanja (zablude) prave vrijednosti (kursa) kursa hartije, ne može da bude ispunjen jer su oni dužni da je znaju. Takođe, Zakon određuje da se poništaj ne može da traži zbog prekomjernog oštećenja ako se radi o ugovoru na sreću ili o ugovoru koji je zaključen javnom prodajom.¹⁴⁸ Kako se berzanski ugovor o kupoprodaji hartija od vrijednosti uglavnom zaključuje u aukciji, koja je vrsta javnog nadmetanja, i pošto često imaju elemente ugovora na sreću, što naročito važi za špekulativne i terminske poslove, nijesu ispunjeni zakonski uslovi za njihovu rušljivost usled prekomjernog oštećenja. Znači kada se radi o prekomjernom oštećenju, specifičnosti berzanskog ugovora čine da taj ugovor ne može biti poništen iz tog razloga.

2.3. ZAKLJUČAK

Razmatranja u ovom poglavlju bila su usmjerena na pokušaj odgovora na pitanje da li tradicionalno određeni uzroci relativne ništavosti važe i za berzanski ugovor o kupoprodaji

¹⁴⁸ Zbog ove nesrazmjere ne može se tražiti poništenje ugovora na sreću, javne prodaje, kao ni onda kad je za stvar data viša cijena iz osobite naklonosti (član 139 stav 5) zbog prekomjernog oštećenja ne može se tražiti ni poništenje ugovora o poravnanju (član 1094 ZOO).

hartija od vrijednosti. Po našem mišljenju mane volje: zabuda, prevara i prijetnja su razlog relativne ništavosti i ovih ugovora dok to nije prekomjerno oštećenje. Slučaj rušljivosti ugovora, kad ugovor zaključuje djelimično poslovno sposobno lice bez saglasnosti roditelja i staratelja nijesmo razmatrali, jer na berzama koje su osnovane u RCG, nemaju pristup fizička lica. Trgovina na ovim berzama se obavlja posredstvom brokera. Brokери su berzanski posrednici koji imaju dozvolu za pristup i ovlašćenje da sklapaju poslove kao prodavci i kupci. Brokери trgovinu obavljaju u svoje ime i za račun nalogodavca koji snosi rizik posla. Znači u berzanskoj trgovini koja je regulisana na navedeni način ne mogu učestvovati lica koja nemaju poslovnu sposobnost, pa se ne može ni kao teorijska mogućnost razmatrati situacija u kojoj bi ugovor bio rušljiv zato što ga je zaključilo djelimično poslovno sposobno lice bez saglasnosti roditelja ili staratelja.

Treba reći da na postojanje instituta relativne ništavosti ugovora ne utiče činjenica, da je predmet trgovine hartija u materijalizovanom ili dematerijalizovanom pojavnom obliku. Kod hartije od vrijednosti bitna je njena sadržina, pravo koje sadrži, a ne javni oblik u kojem se ispoljava.

Prema tome nema nikakvog značaja da li je npr. pod uticajem prijetnje kupljena hartija od vrijednosti u pismenom obliku ili u dematerijalizovanom obliku. I u jednom i u drugom slučaju ugovor je rušljiv. To naravno važi i u ostalim slučajevima nevažnosti ugovora.

3. POZIVANJE NA RUŠLJIVOST

Krug lica koja mogu zahtijevati poništaj rušivog ugovora je mnogo uži od onoga koji postoji kod ništavih ugovornih. To je zbog toga što se ništavim ugovorom u prvom

redu vrijedaju određeni javni interesi, pa je inicijativa za pokretanje postupka prepuštena širokom krugu lica, tj. svim zainteresovanim licima kao i određenim državnim organima. Naprotiv rušljivim ugovorima prvenstveno se vrijedaju interesi samih ugovornika ali i nekih drugim zakonom određenih lica, tako da se samo oni mogu pozivati na poništenje.

Dakle, pravo poništenja ugovora, u slučaju rušljivosti, mogu vršiti lica u čijem je interesu sankcija ustanovljena, i svi oni koji su ovlašćeni da istupaju u njihovo ime, a to su zastupnici, naslednici, povjerioci putem *actio obliqua*, kao i, ako je to zakonom predviđeno, državni organi kada je rušljivost ustanovljena radi zaštite interesa društvenog pravnog lica a preko njega i materijalnih interesa društva u cjelini.

Inicijativu za poništaj ugovora može u izvjesnom smislu imati i saugovornik one ugovorne strane u čjem je interesu ustanovljena rušljivost.¹⁴⁹ On može zahtijevati da se druga strana izjasni da li ostaje pri ugovoru ili ne, a rok za izjašnjava-
nje ne može biti kraći od 30 dana. Ukoliko se ta strana u ostavljenom roku ne izjasni ili se izjasni da ne ostaje pri ugovoru, smatraće se da je ugovor poništen. Eventualna sudska odluka imala bi da utvrdi da je ugovor među strankama poništen.

4. POSLEDICE PONIŠTENJA

Poništenje jednog relativno ništavog ugovora, u principu, izaziva iste pravne posledice kao i poništenje apsolutno ništavog ugovora. Ono djeluje retroaktivno, tako da se smatra da ugovor i nije bio zaključen tj. on je ništav od trenutka zaključenja (*ex tunc*). I ovdje se, postavljaju pitanja povraćaja u

¹⁴⁹ Ovim pravilom pružena je mogućnost da se pitanje opstanka rušljivog ugovora riješi prije isteka roka predviđenog za poništenje rušljivog ugovora, ukoliko je za to zainteresovan saugovornik u čijem je interesu rušljivost ustanovljena.

pređašnje stanje, naknade štete, kao i položaj trećih lica, što sve čini da se ove dvije vrste nevažećih ugovora u dobroj mjeri približavaju na planu njihovih pravnih posljedica. Ipak, kod rušljivih ugovora stranke mogu i drugačije regulisati svoje odnose. One se mogu sporazumjeti da poništeni ugovor neće proizvoditi pravna dejstva samo za ubuduće (*ex nunc*), dok će se smatrati punovažnim ona dejstva koja je ugovor proizveo do momenta poništenja npr. stranke su saglasne, s obzirom na sadržinu i cilj ugovora, da ne poništavaju ono što su već izvršile (vremensko podešavanje dejstva poništenja).¹⁵⁰

Ukoliko je rušljiv ugovor djelimično ili potpuno bio izvršen, a poništenje djeluje *ex tunc*, nastupa obaveza povraćaja primljenog (*restitutio in integrum*), i to ako je moguće *in natura*, a ako nije ili ako se priroda onoga što je ispunjeno protivi restituciji, onda se povraćaj vrijednosti vrši putem novčanog ekvivalenta, čija se visina utvrđuje prema cijenama u vrijeme vraćanja odnosno donošenja sudske odluke.

I ovdje, kao i kod posljedica ništavog ugovora, restitucija može biti jednostrana i dvostrana.¹⁵¹

Na isti način kao i u slučaju poništenja jednog apsolutno ništavog ugovora postavlja se i pitanje naknade štete koju trpi jedna ugovorna strana. Znači pored povraćaja u pređašnje stanje, kao posljedica poništenja rušljivog ugovora može se javiti i naknada štete.

¹⁵⁰ Ovo je moguće kod reletivne ništavosti jer su tu u prvom redu angažovani interesi samih ugovornika, tako da oni mogu, u okviru javnoga poretka, svojom voljom da regulišu pitanje od koga trenutka će smatrati da ugovor ne proizvodi pravna dejstva.

¹⁵¹ Do jednostrane restitucije dolazi u slučaju kada je po osnovu rušljivog ugovora samo jedna strana u cjelini ili djelimično, primila izvršenje obaveze druge strane. Tada se pitanje povraćaja postavlja samo za tu stranu. Ali, o jednostranoj restituciji može biti riječi i kod dvostrano obaveznih ugovora, ukoliko je samo jedna strana potpuno ili djelimično izvršila svoju obavezu. Naprotiv, kod dvostrane restitucije, svaki ugovornik vraća svom saugovorniku onu vrijednost koju je od njega primio po osnovu rušljivog ugovora. To će biti u slučaju da je dvostrano obavezni ugovor djelimično ili potpuno izvršen od strane oba ugovornika, pa docnije poništen iz nekog razloga koji ga čini rušljivim.

Odgovornost za poništenje ugovora utvđena je članom 115¹⁵² ZOO. Za razliku od odgovornosti za ništavost (član 108) i gdje se, kao pretpostavka odgovornosti zahtijeva, krivica za zaključenje ništavog ugovora u članu 115. govori se o odgovornosti ugovarača „na čijoj strani je uzrok rušljivosti“, tako da bi se moglo smatrati da je Zakon, u hipotezi ništavosti ustanovio princip subjektivne odgovornosti (odgovornost za krivicu), a u hipotezi rušljivosti, princip objektivne odgovornosti (odgovornost za rizik).

Kod rešavanja pitanja, ko će biti povjerilac, a ko dužnik kod rušljivih ugovora, od bitne važnosti je ustanoviti činjenicu savjesnosti odnosno nesavjesnosti stranaka. Savjestan je onaj ugovornik koji nije znao ili nije mogao znati, za postojanje uzroka rušljivosti ugovora, što je faktičko pitanje koje će sud utvrđivati od slučaja do slučaja. Savjestan ugovornik ima pravo na naknadu štete od svog saugovornika ako je na njegovoj strani bio uzrok rušljivosti. To znači ako je ugovor poništen usled zablude, strana koja je u zabludi biće dužna da naknadi štetu svome saugovorniku, ukoliko ovaj nije znao ni mogao znati za postojanje zablude. U stvari ako je on znao za zabludu svog saugovornika i ništa nije preduzeo da je otkloni, on tim čini prevaru, pa će onda biti i dužnik naknade štete. Kad je, dakle, druga strana primijetila zabludu svog saugovornika a nije ništa učinila da je otkloni ili je čak svojim postupcima izazvala zabludu (što u stvari predstavlja prevaru), onda je ona nesavjesna odnosno na njenoj strani je uzrok rušljivosti i kao takva biće dužna da naknadi štetu svome saugovorniku koju je ovaj usled zaključenja takvog ugovora pretrpio. Slično je i kod prijetnje kao psihičkog oblika pri-

¹⁵² Ugovarač na čijoj je strani uzrok rušljivosti odgovoran je svom saugovaraču za štetu koju trpi zbog poništenja ugovora ako ovaj nije znao ni morao znati za postojanje uzroka rušljivosti.

nude. Prinudeni ima pravo da zahtijeva naknadu štete od lica koje se prinudom odnosno pretnjom poslužio jer je ono ne-savjesno, tj. na njenoj strani je uzrok rušljivosti ugovora.

Naknada treba da reparira onu štetu koja je savjesna strana pretrpjela zbog poništenja ugovora odnosno zbog toga što ugovor nije izvršen onako kako je bio zaključen, kao i štetu koja je proizašla iz preduzimanja svih radnji koje su preduzete zbog vjerovanja savjesne strane da je zaključen punovažan ugovor, a koji dovodi do smanjenja njene imovine. Drugim riječima, naknada štete treba u materijalnom smislu da postavi savjesnog ugovornika u onaj položaj u kome bi on bio da je izvršen na način, mjesto i vrijeme kako je to bilo predviđeno (tzv. pozitivni ugovorni interes).

U slučaju relativne ništavosti ne može se primijeniti pravilo „nemo auditur“, jer se ova vrsta nevažećeg ugovora poništava usled nedostataka kojima se, u načelu, vrijeđa pojedinačni a ne opšti interes. Iz istih razloga, u slučaju poništenja jednog relativno ništavog ugovora ne može biti oduzimanje datog u korist države.

Nema razlike između ništavosti i rušljivosti u pogledu primjene principa djelimične ništavosti. Princip djelimične ništavosti odnosno djelimične rušljivosti proizilazi iz same prirode stvari, a to znači da će ugovarač koga sankcija štiti moći da traži poništenje samo onih odredaba ugovora koji su opterećeni nedostatkom ukoliko naravno rušljiva odredba „nije bila ni uslov ugovora ni odlučujuća pobuda zbog koje je ugovor zaključen“. O ovome nema pravila u odredbama zakona koje se odnose na rušljive ugovore ali se pravilo primjenjuje po analogiji (član 105 stav 1. ZOO).

Što se tiče pravnog položaja trećih lica koja su na osnovu rušljivog ugovora stekla neko pravo, takođe, važe ista pravila kao i kod ništavih ugovora - poništenje ugovora, ni u slučaju relativne ništavosti ne može pogoditi treća lica

5. PRESTANAK PRAVA

Za razliku od ništavih ugovora, pravo na poništaj rušljivog ugovora može se ostvariti samo u predviđenom roku, a ako se u tom roku ne ostvari, nastupa konvalidacija¹⁵³ i ugovor proizvodi pravna dejstva od momenta njegovog zaključenja.

Rok u kome se može ostvariti pravo na poništaj ugovora je godina dana od dana saznanja za razlog rušljivosti odnosno prestanka prinude (subjektivni rok), ali to pravo u svakom slučaju prestaje istekom roka od tri godine od dana zaključenja ugovora (objektivni rok). Ovi rokovi u stvari važe samo za ugovore koji su rušljivi zbog mana volje, a ne i za ugovore koji su rušljivi zbog poslovne nesposobnosti. Za ove posljednje ugovore rok teče „od dana sticanja poslovne sposobnosti“, a traje tri mjeseca (član 159 ZOO). Za ugovore iz člana 139 važi rok od jedne godine od zaključenja ugovora (član. 139 stav 2. ZOO).

Rokovi o kojima je riječ u članu 117 ZOO su prekluzivni rokovi (perem ptorni) a ne zastarni rokovi (za koje važe pravila o zastoju i prekidu zastarelosti). Prekluzija prava zahtijevati poništenje rušljivog ugovora proizilazi iz osnovnih karakteristika samog pojma rušljivog ugovora kojim se u prvom redu vrijeđaju interesi samih ugovornika ili i nekih drugih lica, ali uvijek zakonom tačno određenih.

Zakonodavac je u ovom slučaju, zbog pravne sigurnosti, odredio veoma kratke rokove, koji ograničavaju vrijeme neizvjesnosti kakva će biti sudbina sudbina pravnog posla.

¹⁵³ Tzv. prezumpcija konvalidacije — ako zaštićeno lice propusti da traži poništenje ugovora u roku koji mu je ostavi zakon, pretpostavlja se da se ugovarač kome je dato pravo da zahtijeva poništenje odrekao tog prava.

6. KONVALIDACIJA

6.1. POJAM

Iz prirode relativno ništavog ugovora, kao nevažećeg ugovora koji proizvodi pravna dejstva, ukoliko ne bude poništen, proističe mogućnost da on uopšte ne bude poništen i da proizvodi sva pravna dejstva kao i punovažan ugovor. Konvalidacija predstavlja naknadno osnaženje rušljivog ugovora putem odricanja od prava na poništaj ugovora od lica kojima zakon to pravo daje.¹⁵⁴

Konvalidacija jednog relativno ništavog ugovora može se ostvariti izričito, npr. izjavom ugovornika ovlašćenog da traži poništenje, kojim se on odriče od svog ovlašćenja, ili prosto, kad on izvrši obavezu iz ugovora, znajući da bi mogao da ga poništi. Konvalidacija ugovora može se realizovati i prećutno: propuštanjem ovlašćene strane da u zakonom predviđenom roku, traži poništenje ugovora.

Konvalidacija je jednostrani pravni akt te za njenu punovažnost nije potreban pristanak drugog ugovarača koji je bio vezan ugovorom i ne može zahtijevati poništaj. Konvalidacijom jedan relativno ništavi ugovor postaje punovažan i proizvodi sva predviđena pravna dejstva. Pri tome, pošto ugovor na taj način postaje punovažan, ugovornik koji je bio ovlašćen da zahtijeva njegovo poništenje to više ne može činiti. Međutim, konvalidacija može djelovati samo među ugovornim stranama i njime, u principu, ne mogu biti pogođena treća lica koja su, računajući na ništavost jednog ugovora, savjesno stekla neko pravo u vezi sa njim.

¹⁵⁴ Pojam konvalidacije treba razlikovati od tzv. ratifikacije ugovora koja predstavlja zaključenje punovažnog ugovora od strane punomoćnika koji je prekoračio granice ovlašćenja svoga vlastodavca, dok se kod konvalidacije uvijek radi o zaključenju rušljivog ugovora.

Treba reći da konvalidacija nije novi ugovor, koji bi zahtijevao novu saglasnost volja ugovarača.

Konvalidacija ima relativno dejstvo, te će se, u slučaju da je pravno izvršena, smatrati da je prvobitni ugovor punovažan od svog početka (ab initio). Naravno, ako je više lica moglo zahtijevati poništaj, konvalidacija će vezivati samo one koji su je izvršili, dok će ostali moći i dalje da se koriste svojim pravom na poništaj ugovora.

6.2. DOMEN PRIMJENE

Konvalidacija se može preduzeti u svim slučajevima rušljivosti ugovora. Stranka koja je zaključila ugovor u prisustvu zablude, prevare ili prijetnje može se odreći od prava da traži poništaj. Takođe, lice koje je bilo maloljetno prilikom zaključivanja ugovora, može, pošto postane punoljetno da prizna pravna dejstva ugovora koje je on proizveo od trenutka zaključenja. Dalje, konvalidacija ugovora moguća je i u slučaju nedostatka forme u tom smislu što se smatra da je jedan ugovor punovažan iako on nije bio zaključen u predviđenoj pismenoj formi, ukoliko su ga ugovorne strane, u cjelini ili u pretežnom dijelu, izvršile i ukoliko to nije u očiglednoj suprotnosti sa ciljem zbog koga je forma propisana. Ukoliko se zakonskom formom prvenstveno štite javni interesi čiji nedostatak povlači apsolutnu ništavost ugovora, onda stranke ne mogu svojom voljom odustati od ispunjenja forme jer stranke ne mogu postupiti protivno imperativnim propisima kada se njima prvenstveno zaštićuju javni interesi. Konvalidacija je moguća samo kod relativno ništavog ugovora, ona je isključena kod apsolutno ništavih ugovora. Apsolutna ništavost je ustanovljena u cilju zaštite opštih interesa, pa stoga jedan apsolutno ništav ugovor nekad ne može proizvesti nikakva dejstva.

GLAVA VIII

PREDLOZI I PRAVCI DALJIH AKTIVNOSTI U CILJU POBOLJŠANJA PRAVNE ZAŠTITE UČESNIKA U BERZANSKOJ TRGOVINI

1. HARMONIZACIJA PROPISA

U cilju unapređenja berzanske trgovine i povećanju sigurnosti berzanskog poslovanja mora se pristupiti harmonizaciji propisa, usklađivanju zakonodavstva RCG i RS. Takođe, mora se domaće zakonodavstvo uskladiti sa pravom EU, što je strateški nacionalni zadatak, kako bi se ispunile neophodne pretpostavke za članstvo naše zemlje u EU. Usklađivanje našeg zakonodavstva pored povećanja pravne sigurnosti, uticaće povoljno i na strana ulaganja u našu privredu.

Savremeni procesi globalizacije i internacionalizacije nacionalnih finansijskih tržišta i velika fluktuacija novca i kapitala koja ne priznaju državne granice i nacionalna ograničenja, primoravaju sve zemlje Evrope, da svoju pravnu regulativu u oblasti finansijske odnosno berzanske trgovine harmonizuju na nadnacionalnom nivou, saglasno direktivama EU. Time se jedinstvenom regulativom na jedinstven način preuređuje postojeća nacionalna berzanska regulativa u savremenu nadnacionalnu regulativu EU. Naša država čiji je politički cilj ulazak u EU, pristupila je procesu usklađivanja berzan-

skog zakonodavstva shodno direktivama EU, ali je to proces koji se mora brže odvijati.

Nema nikakve sumnje da postoji globalna berzanska industrija. Konkurencija u poslovanju u okviru regulisanog berzanskog poslovanja nikada nije bila tako jaka, i u skladu sa tim nastalo je nekoliko alternativnih puteva za trgovanje vrednosnim papirima. Istovremeno berze nikada nijesu bile tako jedinstvene u pokušajim da održe pravičnost i red u poslovanju vrednosnim papirima, koji su neophodni za očuvanje povjerenja javnosti.¹⁵² Naše berze moraju koristiti iskustva drugih berzi i usvojiti rješenja koja odgovaraju pravilima koja primjenjuju i organizovane finansijske berze.

Kada je u pitanju usklađivanje propisa RCG i RS, to je posao koji se mora započeti bez odlaganja i njemu se može pristupiti na dva načina. Prvi je, potpuno usklađivanje. On podrazumijeva da obje republike prihvate skup propisa o berznskom poslovanju i hartijama od vrijednosti, kojima bi se zamijenili postojeći republički propisi. Drugi je, da se prihvati da svaka republika ima, i da nastavi da ima, sopstvene propise za regulisanje tržišta hartija od vrijednosti. U drugom slučaju, harmonizacija propisa vršila bi se u postupku harmonizacije sa propisima EU. S tim što bi zakonodavna tijela u RCG i RS morala imati isti program po kojem bi se vršila harmonizacija.

Mišljenja smo, da rješenje koje će usvojiti političari mora biti u funkciji proklamovanog cilja da tržište hartija od vrijednosti bude pokretač privrednih aktivnosti i stabilizator privređivanja, kao i da bude obezbijedena ravnopravnost za sve učenike u berzanskoj trgovini na teritoriji obje republike. Potrebno je i da se omogući da berzanska trgovina bude što jeftinija. Berze imaju različite troškove uključujući plate zaposlenih, rente za prostor i troškove kompjuterske opreme, admini-

stracije i amortizacije.^{154/1} Sada na području SRJ postoje tri finansijeke berze. Njihova veličina i integracioni poslovi na svjetskom tržištu nameću pitanje njihovog samostalnog opstanka jer kada velike berze poput onih u Parizu ili Amsterdamu nijesu mogle same, što onda treba da očekuju naše berze koje imaju zanemarljiv promet i to skoro isključivo kratkoročnih hartija od vrijednosti dok se akcijama trguje veoma rijetko. Pojedine berze u zemljama Istočne Evrope su već uvele trgovinski sistem Euroneksta (Helksinška i Varšavska berza). Sve jača integracija svjetskog tržišta i u okviru njega tržišta kapitala dovela je mnoge berze do dileme - ulaska u velike alijanse ili samostalnog poslovanja koje će nesumnjivo voditi postepenom nestajanju^{154/2}.

2. ZAKONODAVNA REGULATIVA

Analizirajući postojeće propise i stanje koje u praksi imamo, stali smo na stanovište da jedan od pravaca aktivnosti u normativnoj oblasti mora biti precizno regulisanje postupka preuzimanja kontrole nad određenim akcionarskim društvom čije se akcije kotiraju u berzi. Preuzimanje kontrole nastupa kada kupac stekne dovoljan broj akcija sa pravom glasa u određenom društvu, da može da odlučujuće utiče na donošenje odluka u njegovoj skupštini.¹⁵⁵ Taj broj akcija se naziva kontrolni paket (blok) akcija. U stručnoj literaturi

^{154/1} Izvor: Focus Monthly Newsletter, May 2000, Paris FIBV.

^{154/2} U 1998. godini, troškovi na Berzama Sjeverne i Južne Amerike su bili neznatno smanjeni, dok su u Evropi i regionu Azije Pacifik porasle.

Izvir: Izvor: Focus Monthly Newsletter, May 2000, Paris FIBV.

¹⁵⁵ Preuzimanje kontrole može da se izvrši na tri načina. Prvi način je postepena kupovina malih količina akcija određenog društva, tako da kupac, u jednom trenutku (možda i nesvjesno) stekne kontrolni paket. Drugi način se sastoji u kupovini kontrolnog paketa po osnovu ugovora koji neposredno zaključuje kupac (novi imalac) i prodavac (stari imalac). Treći način preuzimanja kontrole se ostvaruje kupovinom akcija po osnovu javne ponude za kupovinu (ili prodaju).

sekundarna tržišta vlasničkih hartija se nazivaju pojmom tržišta za kontrolu preduzeća (market for corporate control).¹⁵⁶

Preuzimanje (takeover) - transformacija kontrole sa jedne grupe vlasnika akcija na drugu može se izvršiti na prijateljski i neprijateljski način. - Postupak preuzimanja kontrole nad akcionarskim društvima je u prošlosti veoma često siromašio njegove učesnike. Ovaj postupak može da dovede do poremećaja kurseva akcija društva koje se preuzima na cijelom finansijskom, a posebno na berzanskom tržištu. Takođe, manjinski akcionari trpe štetu, jer su oni nemoćni da utiču na zloupotrebe i prevare većinskih akcionara. Zato, preciznim zakonskim normama treba regulisati ovo pitanje. Naši važeći zakonski propisi nepotpuno i nejasno regulišu ovu oblast, tako da se ne može dati precizan odgovor na koji način se može ostvariti preuzimanje kontrole i kako berzanski organi kontrolišu taj proces.

Bez odlaganja treba usvojiti propise koji će precizno regulisati postupak preuzimanja kontrole nad akcionarskim društvom. Ovaj postupak, mora biti regulisan na način da efikasno spriječi veće poremećaje kursa akcija napadnutog društva, da unese red, savjesnost i poštenje u takmičenju interesenata, te da zaštiti manjinske akcionare. Kao zaštitnu mjeru pored novčane kazne, treba predvidjeti, da akcije koje su kupljene u postupku preuzimanja kontrole ne daju pravo glasa ako su stečene na nezakonit način. Navedenom mjerom smanjile bi se opasnosti od zloupotrebe i špekulativnosti u transakcijama u trgovini akcijama u postupku promjene vlasničke strukture i povećala sigurnost u berzanskoj trgovini.

¹⁵⁶ Ovaj pojam po prvi put je upotrebio Henri Mane 1965. godine, ukazujući na tijesnu povezanost između upravljačke efikasnosti i kretanja cijena akcija preduzeća. Pretpostavka na kojoj počiva shvatanje o tržištu za kontrolu preduzeća je postojanje pozitivne korelacije između upravljačke efikasnosti preduzeća i cijene njegovih akcija.

Henry Manne „Merger and the Market for Corporate Control“, Journal of Political Economy 73, 1965., str. 110-120.

Slično rješenje postoji u francuskom pravu gdje Komisija za rad berze (Commission des operations des bourse) može da zahtijeva od Predsjednika Privrednog suda (Tribunal de Commerce) da naredi suspenziju glasačkih prava akcionara koji nije objavio da je stekao 5, 10, 20, 33.3, odnosno 50% akcija nekog preduzeća

Posebna pažnja se mora posvetiti i regulisanju elektronske trgovine koja po svojim osobinama postaje sve više globalna. Jedna od najznačajnijih tendencija savremenih finansijskih tržišta jeste ukidanje nacionalnih barijera za obavljanje trgovine finansijskim institucijama i stvaranje međunarodnog tržišta hartija od vrijednosti. Ova tendencija naziva se globalizacijom finansijskih tržišta i podstaknuta je jačim povezivanjem svjetskih privreda, stimulisanjem inostranih ulaganja, razvojem elektronske trgovine i drugim faktorima. Zakonodavac, berze i udruženja berzanskih posrednika moraju sinhronizovanom akcijom da bez odlaganja donesu standarde vezane za razvoj pouzdanog sistema elektronske trgovine, njegovog regulisanja i autorizacije elektronskih potpisa, posebno pitanje bezbjednosti, tajnosti i privatnosti komunikacije između transaktora. Naš cilj u ovoj oblasti trebao bi da bude da prihvatimo svjetske (SAD) i evropske standarde za digitalni potpis.

Potrebno je uvesti jedinstven informacioni sistem koji će povezati Komisije za hartije od vrijednosti, Centralne banke i berze i na taj način obezbijediti potpunu kontrolu trgovanja i dobijanja podataka o prometu na jugoslovenskom tržištu

Na kraju ovog poglavlja može se reći da je u našoj zemlji u najvećem dijelu uspostavljen zakonski okvir koji reguliše poslovanje na berzanskom tržištu. Međutim, samo donošenje zakona nije dovoljno već treba dosta uraditi na njihovoj primjeni. Dobro regulisano i sigurno tržište doprinijeće prilivu

kapitala i većem ekonomskom rastu i zato je ovo pitanje veoma važno i mora biti u središtu psžnje.

ZAKLJUČAK

Cilj našeg istraživanja je bio da damo odgovor na pitanje što su berzanski ugovori o kupoprodaji hartija od vrijednosti što ovaj ugovor razlikuje od drugih ugovora privrednog (trgovinskog prava) i koji su to nedostaci koji jedan takav ugovor čine nevažećim, kao i koje su pravne posledice oglašavanja takvog ugovora nevažećim. Davanjem odgovora na ovo pitanje može da se pomogne u efikasnom korišćenju pravnozaštitnih sredstava kojima se na berzi sprečava nastajanje negativnih pojava ili neutralisanjem njihovih posledica ako su nastale, kao i da posluže zakonodavcu u pravcu ustanovljenja novih pravnozaštitnih sredstava kojima se štite učesnici u berzanskoj trgovini. Prednje se analiziralo i istraživalo prvenstveno sa aspekta domaćeg prava ali analizirana su i uporedno-pravna rešenja, naročito ona koja su izvršila uticaj na našeg zakonodavca.

Prvi dio rada posvećen je pravnoj prirodi berzanskog ugovora o kupoprodaji hartija od vrijednosti. Jer da bi se dao odgovor na pitanje da li ovaj ugovor može biti nevažeći i pod kojim okolnostima to može biti, mora se prethodno utvrditi pravna priroda ugovora, zato što od odgovora na to pitanje, zavisi koja će se pravila primjenjivati prilikom njegovog zaključenja, izvršenja i prestanka. U cilju što cjelovitijeg sagledavanja pojma ugovora, obradili smo u okviru prvog dijela, najvažnija pitanja u vezi sa finansijskom berzom i hartijama od vrijednosti.

U našem pravu ne postoji posebna regulacija ugovora čiji predmet su hartije od vrijednosti. Na njih se primjenjuju

opšta pravila obligacionog prava i ugovor o prodaji hartija od vrijednosti je modalitet opšteg tipa ugovora o prodaji. Na ovaj ugovor primjenjuju se opšta pravila o ugovoru o prodaji iz obligacionog prava, ukoliko ne postoje posebna pravila u zakonima o hartijama od vrijednosti, zakonu o bezama, pravilima beze, berzanskim običajima i berzanskim uzansama i ukoliko njihove specifičnosti to dopuštaju.

Berzanski ugovor o kupoprodaji hartija od vrijednosti mogao bi se definisati kao ugovor o prodaji kotiranih hartija od vrijednosti, koje posredstvom berze zaključuju posebno ovlašćeni subjekti pod posebnim pravnim režimom. Kod ovog ugovora berza, kao pravno lice nije ugovorna strana.

Pošto su berzanski ugovori o kupoprodaji hartija od vrijednosti ugovori o prodaji, oni imaju njihove opšte pravne osobine. Međutim, oni imaju određene osobenosti, koje ih čine posebnom vrstom ugovora o prodaji. Kao i kod svakog ugovora o prodaji i kod berzanskih ugovora o prodaji hartija od vrijednosti, njihovi bitni elementi su stvar i cijena. Berzanskim pravilima kao bitni elementi često se utvrđuju i forma i rok za izvršenje ugovora.

Kod ovog ugovora predmet obaveze prodavca su hartije od vrijednosti, kao posebna vrsta stvari. Prema klasičnoj definiciji iz našeg Zakona o obligacionim odnosima, hartija od vrijednosti je pismena isprava kojom se njen izdavalac obavezuje da ispuni obavezu upisanu u njoj zakonitom imaocu.

Sva ova tri naprijed navedena elementa, u savremenom pravnom prometu, podložna su evoluciji pod uticajem elektronskog prenosa podataka (tzv. proces dematerijalizacije) proširenje prava na učešće u upravljanju i prava na informisanje (tzv. princip publiciteta), kao i šireg uvođenja mogućnosti izdavanja potvrde kojom se supstituiše jedna ili više hartija od vrijednosti (tzv. princip ekonomičnosti). Savremena evolu-

cija se odnosi i na ublažavanje striktne primjene načela inkorporacije, jer se prava koja proizilaze iz i na osnovu hartija od vrijednosti sadrži i u drugim pravno relevantnim aktima (odluci o emisiji, statutu i dr.).

Dematerijalizacijom hartija od vrijednosti se ne pogoršava položaj titulara prava. Upisom na račun postiže se isto dejstvo kao i predajom hartije. Titular upisom stiče svojinsko pravo i to svojinsko pravo na vrijednost, za koje se može reći da je apsolutno, direktno i isključivo.

Hartije od vrijednosti su jedna vrsta robe, koja je visoko standardizovana i time podobna za brz, lak i masovan promet.

Cijena je drugi bitni sastojak ugovora o prodaji hartija od vrijednosti. Ona je novčana naknada koju je kupac dužan da plati prodavcu za stvar koju kupuje. Cijena je predmet kupčeve obaveze kao što je stvar predmet prodavca.

Cijena, kao bitan element ugovora o kupoprodaji hartija, se označava u ugovoru pojedinačno po jednoj hartiji i u ukupnom iznosu.

Ugovor o kupoprodaji hartija od vrijednosti je najznačajni posao na berzanskom tržištu. Taj posao se zaključuje kako u emisiji, kad emitent prodaje vrednosne papire njihovim prvim imaocima, bilo preuzimaocima emisije – dilerima, ili ulagačima, tako i u preprodaji (tzv. sekundarno tržište), kad imalac prodaje već emitovane hartije. Berzanski ugovor o kupoprodaji hartija od vrijednosti je modalitet opšteg tipa ugovora o prodaji obligacionog prava. Ovaj ugovor nije detaljno regulisan ni u jednom našem pozitivnopravnom izvoru. Važeći Zakon o berzama, za razliku od predratnog, ne sadrži ni osnovne norme o berzanskim poslovima, pa se za ove specifične trgovačko-pravne ugovore javlja pitanje kako da se popuni pravna praznina.

Zakon o obligacionim odnosima u čl. 25 stav 1. propisano je da će se odredbe tog zakona, koje se odnose na ugovore,

primjenjuju se na sve vrste ugovora, osim ako za ugovore u privredi nije drukčije određeno, iz čega proizilazi da se odredbe iz člana 103-117 Zakona o obligacionim odnosima koje se odnose na nevažnost obligacionih ugovora shodno primjenjuju i na berzanski ugovor o kupoprodaji hartija od vrijednosti čija je pravna priroda obligaciona. To znači da se odredbe Zakona o obligacionim odnosima koje regulišu nevažnost obligacionih ugovora (ništavnost i rušljivost) mogu shodno primijeniti i na berzanski ugovor o kupoprodaji hartija od vrijednosti. Takođe, zbog specifičnosti ovog ugovora koje se odnose na njegovu sadržinu i subjekte vodi se računa o posebnim pravilima koje sadrže Zakon o berzama, Zakon o hartijama od vrijednosti, Zakon o privrednim društvima, pravila nadzorne vlasti, pravilima berze, pravilima udruženja berzanskih posrednika.

Nevažnost (nevaljanost) ugovora je viši radni pojam koji u sebi sadrži ništavnost i rušljivost. Ovaj termin služi samo za klasifikaciju ugovora koji sadrže takve nedostatke da ne mogu proizvesti pravna dejstva koja su im namijenjana; taj termin nema svoju sopstvenu sadržinu. Zbog toga Zakona o obligacionim odnosima, kada propisuje sankcije ne govori o nevažnosti, nego konkretno o ništavnosti i rušljivosti. Dakle, „nevažnost ugovora“ je apstraktan izraz koji obuhvata konkretne vidove nevažnosti, a to su ništavnost i rušljivost ili, što je samo drugi izraz za istu stvar: apsolutna ništavnost i relativna ništavnost.

Nevažnost (nevaljanost) ugovora je viši radni pojam koji u sebi sadrži ništavnost i rušljivost. Ovaj termin služi samo za klasifikaciju ugovora koji sadrže takve nedostatke da ne mogu proizvesti pravna dejstva koja su im namijenjana; taj termin nema svoju sopstvenu sadržinu. Zbog toga Zakona o obligacionim odnosima, kada propisuje sankcije ne govori o

nevažnosti, nego konkretno o ništavosti i rušljivosti. Dakle, „nevažnost ugovora“ je apstraktan izraz koji obuhvata konkretne vidove nevažnosti, a to su ništavost i rušljivost ili, što je samo drugi izraz za istu stvar: apsolutna ništavost i relativna ništavost.

Ništavi ugovori su oni ugovori kod kojih su ispunjeni svi bitni uslovi za nastanak pravnog posla ali oni ipak, ne proizvode pravna dejstva jer su protivni javnim interesima. Otuda se na ništavost ugovora može pozvati svako zainteresovano lice. Pri tome, isticanje uzroka ništavosti nije vezano za rok. Sud po službenoj dužnosti pazi na ništavost ugovora.

Ništavost predstavlja građansko-pravnu sankciju za ugovore, koji nijesu sačinjeni onako kako to zakon traži, koji, u najširem smislu riječi ne odgovaraju zahtjevima za punovažan pravni posao.

Osnovi ništavosti obligacionih ugovora o kupoprodaji su: protivnost prinudnim propisima, javnom poretku, dobrim običajima odnosno moralu društva.

Kao razlozi ništavosti pojavljuju se: poslovna nesposobnost strana; nevaljanost ili nesaglasnost izjavljene volje; nemogućnost, neodređenost, nedozvoljenost predmeta ugovora; nepostojanje ili nedopuštenost osnova, i u određenim slučajevima nedostatak potrebene forme.

Analiziranjem pravnih situacija koje čine berzanski ugovor o kupoprodaji hartija od vrijednosti utvrdili smo da u sferi nedopuštenosti predmeta ugovorne obaveze postoje mnoge pravne situacije i okolnosti koje mogu činiti jedan ugovor ništavim. Kada je u pitanju hartija od vrijednosti kao predmet ugovora to su sledeći primjeri:

1. Slučaj kad hartija nije izdata od strane poslovno sposobnih fizičkih lica i pravno sposobnih pravnih lica;
2. Slučaj, kad je za određene hartije pravo izdavanja ekskluzivno utvrđeno samo za određena lica pa to bude pre-

kršeno. Tako, savezna država i država članica ne mogu emitovati akcije i ugovor koji bi imao za predmet takvu hartiju bio bi ništavan zbog nedopuštenosti predmeta;

3. Slučaj, kad hartije nijesu emitovane u određenoj formi npr. serijske hartije od vrijednosti u Republici Crnoj Gori mogu se samo emitovati u dematerijalizovanom obliku. Izdavanje takvih hartija u pismenom obliku je zabranjeno imperativnom odredbom zakona i ugovor čiji bi ona bila predmet je ništav zbog nedopuštenosti predmeta;

4. Dalje, akcija se na području Republici Crnoj Gori može izdavati samo na ime i ništav je ugovor čiji bi predmet bila akcija na donosioca;

5. Zakon o hartijama od vrijednosti Republike Crne Gore ne dozvoljava trgovinu sa serijskom hartijom od vrijednosti koja nije registrovana kod Centralne Depozitarne Agencije i koja nije izdata od emitenta koji je registrovan kod Komisije za hartije od vrijednosti;

6. Predmet ugovora o kupoprodaji ne mogu biti ni akcije izdate po osnovu revalorizacije. Naime, akcije izdate po osnovu revalorizacije nemaju samostalnu pravnu prirodu, već su u potpunosti zavisne od akcija po osnovu čijeg usklađivanja vrijednosti su nastale. Ove akcije ne mogu samostalno biti predmet kupoprodaje na sekundarnom tržištu, s tim da mogu biti predmet kupoprodaje isključivo sa akcijama čijim usklađivanjem vrijednosti su nastale;

7. Predmet ugovora o kupoprodaji može biti samo cijela akcija;

8. Ugovori o kupoprodaji hartija od vrijednosti određene emisije zaključeni prije nego Komisija za hartije od vrijednosti da odobrenje za tu emisiju ništavi su;

9. Ništavan je i ugovor koji za predmet ima prodaju hartija od vrijednosti koja nije upisana i uplaćena u propisa-

nom roku, jer je imperativnom normom emitentu zabranjeno da takvom hartijom raspolaže na bilo koji način;

10. Ništavan je i ugovor koji za predmet ima prodaju mjenice u kojoj je dospelost naznačena drugačije nego što propisuje Zakon o mjenici;

11. Slučajeve ništavosti imamo i u određenim slučajevima kada je prenosivost hartija od vrijednosti ograničena ili isključena. Prenosivost može biti ograničena zakonom, statutom emitenta ili klauzulom upisanom na samoj hartiji;

12. Ako u berzanskom ugovoru nije tačno određena vrsta hartije koje je prodavac dužan da preda kupcu, berzanski ugovor ne nastaje, jer se ne zna šta je predmet obaveze prodavca;

13. Predmet obaveze prodavca mora biti moguć. Berzanski ugovor o kupoprodaji hartija od vrijednosti je ništav, zbog početne i objektivne nemogućnosti, ako su se hartije na koje se odnosi uglasile zbog isplate obaveza koje su u njima bile sadržane. Nemogućnost postoji i kad država ili izdavalac opštim aktom zabrani prenos određene vrste hartija na koje se posao odnosi;

14. Berzanski ugovor o kupoprodaji čiji su predmet sopstvene akcije pod određenim uslovima predstavlja pravno ništav posao i ne proizvodi pravno dejstvo.

Cijena je drugi bitan sastojak berzanskog ugovora o kupoprodaji hartija od vrijednosti. Kao i kod drugih obligacionih ugovora o kupoprodaji, i kod ovog ugovora cijena kao predmet ugovora mora biti dopuštena, određena i mogućna.

Cijena je dopuštena kada se sastoji tj. kada je izražena u novcu koji se u jednom pravnom sistemu javlja kao jedino zakonito opšte sredstvo plaćanja. Na području RCG sredstvo plaćanja je euro i cijena mora biti izražena u toj valuti. U suprotnom ugovor je ništav.

U berzanskim ugovorima o kupoprodaji hartija od vrijednosti cijena uvijek mora biti tačno određena, jer su oni u suprotnom ništavi.

Osim slučajeva nevažnosti zbog nedopuštenost, neodređenosti i nemogućnosti predmeta ugovora postoje i drugi brojni slučajevi nevažnosti berzanskih ugovora.

Slučajeve nevažnosti imamo i kod berzanskih ugovora kod kojih bi se kao ugovorna strana pojavila berza i/ili Centralna Depozitarna Agencija. Ovi ugovori su zabranjeni imperativnom zakonskom normom.

Razlog ništavosti berzanskog ugovora postoji i u slučaju povezivanja akcionarskog odnosa sa kreditnim odnosom jer je to u suprotnosti sa imperativnom zakonskom odredbom.

Ugovori zaključeni pod fizičkom prinudom i ugovori koje zaključi potpuno poslovno nesposobno lice su takođe nevažeći.

Ukoliko su se stranke sporazumjele da berzanski ugovor bude perfektan tek pošto se ispuni određena forma ne ispunjenje ugovorene forme može dovesti do nevažnosti ugovora.

Sankcija apsolutne ništavosti prisutna je, takođe, i u slučaju kad samo izvršenje ili samo zaključenje predstavlja krivično djelo. U našem pravu imamo dva takva slučaja kada su u pitanju berzanski ugovori o kupoprodaji hartija od vrijednosti. Jedan se odnosi na zloupotrebu povjerljivih informacija a drugi na tzv. zelenaški ugovor.

Prema propisima Republike Crne Gore poslovi zaključeni povredom insaider pravila su važeći uz pravo oštećenog na naknadu štete.

Berzanski ugovor o kupoprodaji hartija od vrijednosti kod ostvarenja određenih činjenica može biti zelenaški i kao takav biti ništavan.

Svaka ugovorna obaveza pa i obaveza koja proizilazi iz berzanskog ugovora o kupoprodaji hartija od vrijednosti mora

imati dopušten osnov (kauzu). Ako osnov ne postoji ili je nedopušten, ugovor je ništav.

Primjer berzanskog ugovora o kupoprodaji hartija od vrijednosti kome nedostaje osnov je ugovor čiji su predmet hartije koje su se ugasile zbog isplate obaveza koje su u njima bile sadržane. Takođe, i ugovori kome nedostaje predmet, npr. hartija od vrijednosti koja je individualno određena i koja je propala prije zaključenja ugovora.

Sličnim poslovima sa nedozvoljenim osnovom su i tzv. špekulativni poslovi. Špekulativni berzanski poslovi su oni koji ugovornici vrše u namjeri da zarade na razlici u cijenama finansijskih instrumenata, do koje dolazi usled njihovih promjena u prostoru i vremenu. Naši propisi koji regulišu berzansko poslovanje ne zabranjuju špekulativne poslove, dozvoljeno je zaključivanje promptnih i terminskih poslova kao i trgovina finansijskim derivatima.

Na kraju kao poslednji razlog ništavosti berzanskih ugovora ističemo da su ugovori zaključeni preko tzv. „interne berze“ ništavi. Zaustavljanje trgovine na internim tržištima znači zalaganje za transparentnost i kontrolu trgovine na organizovanim tržištima i eliminisanje raznih nejavnih redistribucija, što je u interesu zaštite investitora i jačanja povjerenja u tržište hartija od vrijednosti.

Odgovor na pitanje, da li i berzanski ugovor o kupovini hartija od vrijednosti može biti ništavan zbog protivnosti prirodnim propisima i dobrim običajima odnosno pravilima morala, je potvrđan, što proizilazi iz navedenih primjera. U odnosu na druge obligacione ugovore kada se radi o ništavosti, kod berzanskih ugovora o kupoprodaji hartija od vrijednosti postoje određene specifičnosti.

Značajna specifičnost postoji kod špekulativnih poslova, koji su kod drugih ugovora shodno odredbama Zakona o trgo-

vini zabranjeni, dok su berzanski špekulativni ugovori važeći i nijesu pogodeni sankcijom ništavosti. Specifičnost postoji i kod predmeta ugovora. Naime, berzanski ugovor o prodaji zahtijeva tačno određenje predmeta ugovora i to i obaveze prodavca i kupca ili je ugovor u suprotnom apsolutno ništav dok kod drugih ugovora o prodaji to ne mora uvijek biti.

Zakon nije u svim situacijama izričit kao i kod drugih obligacionih ugovora, da je neki berzanski ugovor ništav. On upotrebljava i izraz „ništav“ i „zabranjeno je, ne čine, mora, ne proizvodi pravno dejstvo i sl.“ Međutim, tumačenjem zakonskih propisa i sudske prakse, po našem mišljenju smo definisli najveći broj situacija i okolnosti koje mogu učiniti jedan berzanski ugovor ništavim. Definisan je najveći broj broj slučajeva tzv. „virtuelne ništavosti (one koje proizilazi iz pravnog sistema) tako da vjerujemo i da će naši sudovi kada je u pitanju ništavost berzanskog ugovora o hartijama od vrijednosti tumačiti smisao i cilj zakona ili regulisati ovu oblast na sličan način kako je to učinjeno u ovom radu.

Za berzanski ugovor o kupoprodaji hartija od vrijednosti važe pravila o djelimičnoj ništavosti, konverziji ugovora, pozivanju na ništavost i pravnim posledicama ništavosti kao i za druge obligacione ugovore o kupoprodaji.

Relativno ništav (rušljiv) ugovor je takav nevažeći ugovor, koji ima neke nedostatke, ali on proizvodi pravna dejstva ukoliko ne bude poništen. Mogućnost poništenja predviđena je zbog nedostatka koji taj ugovor ima, ali ta sankcija ne mora neminovno da nastupi, jer zavisi od volje ugovarača koga sankcija štiti hoće li zaključen ugovor biti proglašen ništavim ili će proizvoditi pravno dejstvo punovažnog ugovora. Zaključenjem jednog relativno ništavog ugovora povrijeđen je, u načelu, neki pojedinačni interes, pa je zbog toga poništenje takvog ugovora ili njegovo održanje prepušteno izboru lica čiji je interes i povrijeđen zaključenjem ugovora.

Slučajeve rušljivosti berzanskih ugovora o kupoprodaji hartija od vrijednosti imamo u materiji nedostatka volje (zabluda, prevara, prijetnja).

Specifičnost berzanskih ugovora je da do mane volje dolazi uglavnom zbog manljivog prospekta i netačnog finansijskog izvještaja o poslovanju emitenta.

Iako je berzansko poslovanje uređeno sitemom pravila ponašanja, koja obezbjeđuju visok stepen sigurnosti i fer i poštenu trgovinu, ipak smo svjedoci velikog broja prevara u berzanskoj trgovini i one su naša svakodnevnica, kako na onim najrazvijenijim tako i na mladim tržištima.

Prijetnja je moguća kod svih ugovora pa i kod berzanskih ugovora, što je u praksi dokazano na primjerima bivših republika SSSR-a gdje je upotreba prijetnje i fizičke sile kod trgovine akcijama bila česta pojava.

Po našem mišljenju berzanski ugovor o kupoprodaji hartija od vrijednosti ne može da se ugasi poništenjem usled prekomjernog oštećenja jednog od ugovornika i to iz sledećih razloga: ugovor o kupoprodaji hartija od vrijednosti spada u privrednopravne ugovore, koje zaključuju stručnjaci kojima je dobro poznata vrijednost robe koju prodaju ili kupuju. Za berzanske posrednike koji su profesionalci zakonski uslov nepoznavanja (zabluda) prave vrijednosti (kursa) kursa hartije, ne može da bude ispunjen jer su oni dužni da je znaju. Takođe, Zakon određuje da se poništaj ne može da traži zbog prekomjernog oštećenja ako se radi o ugovoru na sreću ili o ugovoru koji je zaključen javnom prodajom. Kako se berzanski ugovor o kupoprodaji hartija od vrijednosti uglavnom zaključuje u aukciji, koja je vrsta javnog nadmetanja, i pošto često imaju elemente ugovora na sreću, što naročito važi za špekulativne i terminske poslove, nijesu ispunjeni zakonski uslovi za njihovu rušljivost usled prekomjernog oštećenja.

Znači kada se radi o prekomjernom oštećenju, specifičnosti berzanskog ugovora čine da taj ugovor nemože biti poništen iz tog razloga.

Slučaj rušljivosti ugovora, kad ugovor zaključuje djelimično poslovno sposobno lice bez saglasnosti roditelja i staratelja nijesmo razmatrali, jer na berzama koje su osnovane u Republici Crnoj Gori, nemaju pristup fizička lica. Trgovina na ovim berzama se obavlja posredstvom brokera. Brokери su berzanski posrednici koji imaju dozvolu za pristup i ovlašćenje da sklapaju poslove kao prodavci i kupci. Brokери trgovinu obavljaju u svoje ime i za račun nalogodavca koji snosi rizik posla. Znači u berzanskoj trgovini koja je regulisana na navedeni način ne mogu učestvovati lica koja nemaju poslovnu sposobnost, pa se ne može ni kao teorijska mogućnost razmatrati situacija u kojoj bi ugovor bio rušljiv zato što ga je zaključilo djelimično poslovno sposobno lice bez saglasnosti roditelja ili staratelja.

Treba reći da na postojanje instituta relativne ništavosti ugovora ne utiče činjenica, da je predmet trgovine hartija u materijalizovanom ili dematerijalizovanom pojavnom obliku. Kod hartije od vrijednosti bitna je njena sadržina, pravo koje sadrži, a ne javni oblik u kojem se ispoljava.

Prema tome nema nikakvog značaja da li je npr. pod uticajem prijetnje kupljena hartija od vrijednosti u pismenom obliku ili u dematerijalizovanom obliku. I u jednom i u drugom slučaju ugovor je rušljiv. To naravno važi i u ostalim slučajevima nevažnosti ugovora.

Takođe na berzanske ugovore o kupoprodaji hartija od vrijednosti važe pravila o pozivanju i posledicama rušljivosti, prestanku prava i konvalidaciji koja važe i za druge ugovore o kuoprodaji.

U cilju unapređenja pravne sigurnosti prilikom berzanske trgovine, na našim berzama, smatramo da se mora pristu-

piti harmonizaciji propisa usklađivanju zakonodavstva RCG i RS. Takođe, mora se domaće zakonodavstvo uskladiti sa pravom EU, što je strateški nacionalni zadatak, kako bi se ispunile neophodne pretpostavke za članstvo naše zamlje u EU.

Kada je u pitanju usklađivanje propisa Republike Crne Gore i Republike Srbije, to je posao koji se mora započeti bez odlaganja i njemu se može pristupiti na dva načina. Prvi je, potpuno usklađivanje. On podrazumijeva da obje republike prihvate skup propisa o berzanskom poslovanju i hartijama od vrijednosti, kojima bi se zamijenili postojeći republički propisi. Drugi je, da se prihvati da svaka republika ima, i da nastavi da ima, sopstvene propise za regulisanje tržišta hartija od vrijednosti. U drugom slučaju, harmonizacija propisa vršila bi se u postupku harmonizacije sa propisima Evropske Unije. S tim što bi zakonodavna tijela u Republici Crnoj Gori i Republici Srbiji morala imati isti program po kojem bi se vršila harmonizacija.

Mišljenja smo, da rješenje koje će usvojiti političari mora biti u funkciji proklamovanog cilja da tržište hartija od vrijednosti bude pokretač privrednih aktivnosti i stabilizator privređivanja, kao i da bude obezbijeđena ravnopravnost za sve učenike u berzanskoj trgovini na teritoriji obje republike. Potrebno je i da se omogući da berzanska trgovina bude što jeftinija. Sada na području SRJ postoje tri finansijske berze. Njihova veličina i integracioni poslovi na svjetskom tržištu nameću pitanje njihovog samostalnog opstanka jer kada velike berze poput onih u Parizu ili Amsterdamu nijesu mogle same, što onda treba da očekuju naše berze koje imaju zanemarljiv promet i to skoro isključivo kratkoročnih hartija od vrijednosti dok se akcijama trguje veoma rijetko. Pojedine berze u zemljama Istočne Evrope su već uvele trgovinski

sistem Euroneksta (Helksinška i Varšavska berza). Sve jača integracija svjetskog tržišta i u okviru njega tržišta kapitala dovela je mnoge berze do dileme - ulaska u velike alijanse ili samostalnog poslovanja koje će nesumnjivo voditi postepenom nestajanju.

Dalje, smatramo da se bez odlaganja preciznim zakonskim propisima mora regulisati pitanje postupka preuzimanja kontrole nad akcionarskim društvima u berzanskoj kotaciji kao i donošenju standarda vezanih za razvoj pouzdanog sistema elektronske trgovine, njenog regulisanja i autorizacije elektronskog potpisa, posebno pitanju bezbijednosti, tajnosti i privatnosti komunikacije između transaktora.

LITERATURA

1. ALEKSIĆ DANILO - Finansije i finansijsko pravo, Montenegropublic, Podgorica 1994.
2. ALBANEZE ŽELJKO - Javni poziv za upis i kupovinu hartija od vrijednosti (prospekt) u našoj praksi, Finansije 10/96
3. ALBANEZE ŽELJKO - Šravo na preču kupovinu akcija u našem zakonodavstvu i praksi, Berza 4/1997.
4. ANSIMAN PHILIP - Proposals for a Securites Marcet Low for Canada, 1979.
5. ANTONIJEVIĆ ZORAN, PEROVIĆ MILAN, PAVIĆEVIĆ BOŽIDAR - Bankarsko pravo „Savremena administracija“, Beograd, 1992. godina.
6. ARANĐELOVIĆ NIKOLA - Promet hartija od vrijednosti nadmašio iznose prometa novca, Novac i razvoj, 1994; br. 11.
7. ARANĐELOVIĆ NIKOLA - Tržište novca u SRJ i moguća rješenja novog načina organizovanja, Berza 10-12/1999.
8. BARKO K. ROBERT, FAMA F. EUGENE, FISHEL R. DANIEL, MELTIER H. ALLAN, ROLL W. RICHARD, TELSER G. LESTER; BLACK MONEY and the future of financial Markets.; Mld America Institute forpublic policy research, Chicago; 1989.
9. BARTULOVIĆ MIRKO - „Stranputice akceptnog naloga“, berza, Beograd 1996., broj 4.
10. BARTULOVIĆ MIRKO - „Država i berza“, Berza, Beograd 1993; br. 1.
11. BULATOVIĆ MIRKO - Negacijabilnost u procesu dematerijalizacije H. O. V. Berza 4/94.
12. BICHOP ROBERT - Model Basic Rules for a Stock Exchange, Wesaieled 1989.
13. VASILIC JELISAVETA - Sredstva obezbjedenja izvršenja ugovora u praksi, Pravo i privreda 5-8/97.
14. VASILJEVIĆ BRANKO, ČOLAKOVIĆ BRANKO i dr. - (koautorstvo) - Tržište novca i tržište kapitala u Jugoslaviji, Beograd 1990.

15. VASILJEVIĆ MIRKO - Trgovinsko pravo, Naučna knjiga, Beograd 1991.
16. VASILJEVIĆ MIRKO - „Akcionarstvo i privatizacija,, - Sudska praksa, Poslovna politika, Beograd okt-nov 1999. godina.
17. VARADI TIBOR - Međunarodno privatno pravo, Novi Sad 1983
18. VELIMIROVIĆ MIHAILO - Bankarski poslovi i hartija od vrijednosti, Sinex, Beograd 1996.
19. VITEZ MIROSLAV - Berze hartija od vrijednosti i berzanski poslovi, Ekonomski fakultet Subotica, 2000.
20. VIDIĆ ZORICA, STEVANOVIĆ ZORICA - Svet finansija, Novi Sad, god. 200., br. 180.
21. VOJVODIĆ GORDANA - Organizacija i poslovanje savremenih klirinških kuća, Svet finansija, Novi Sad 1996., br. 166.
22. VOJVODIĆ GORDANA - Upravljanje H. O. V. preko depo računa u procesu privatizacije, Svet finansija broj 168/1997.
23. VUKOVIĆ DRAGOSLAV, DUKANAC SNEŽANA, KLEČEVIĆ LEPOSAVA - Berza akcija u Zapadnoj Evropi, Berza, Beograd 1995., br. 1.
24. VUKOVIĆ DRAGOSLAV - Organizovano finansijsko tržište i poslovna tajna, Berza 8/95.
25. VUNJAK NENEDA - Karakteristike bankarskog portfelja i upravljanje rizicima u banci, Svet finansija broj 178/1999.
26. GAJIĆ DRAGUTIN - Finansijski rečnik (različite odrednice); Berza; brojevi: 2, 4, 5, 6 i 7; sve 1992.
27. GAMS ANDRIJA I ĐUROVIĆ LJILJANA - Uvod u građansko pravo, Beograd 1991.
28. GARBADE KENNETH - Securities Marcets, New York 1982.
29. GEISST R. CHARLES; A Guide to the Financial Marcets; St. Martin press, New Yorsk; 1982.
30. GOLIJANIN MILAN - „Izgradnja savremenog finansijskog tržišta u Jugoslaviji“, Finansije, beograd 1992., br. 9-10.
31. GOLIJANIN MILAN - Bankarstvo Jugoslavije; Privredni pregled, Beograd 1977.
32. GOLIJANIN MILAN - Brokerske i dilerske firme - Finansijska tržišta Jugoslavije.
33. GOSPIĆ OBRAD - Trgovačko pravo, Beograd 1938.
34. GORENC VILIM - „Organizacija burze“, Finansijska praksa, Zagreb, br. 8-10, 1989.
35. GNJATOVIĆ DRAGANA - „Berza u Jugoslaviji do Drugog svjetskog rata“, Berza, Beograd 1992., br. 6.
36. DABIĆ STOJAN - Hartije od vrijednosti i njihove tržište; Naučna knjiga; Beograd, 1990.

37. DABIĆ STOJAN - Sekundarno tržište hartija od vrijednosti; Preduzetništvo i menadžment; Institut za unapređenje robnog prometa; Beograd, 1989.
38. DEDOVIĆ MIHAILO - „Berze - mjesta špekulacija ili institucije stabilnosti privrede“, Jugoslovensko bankarstvo, Beograd; br. 506.
39. DIMITRIJEVIĆ DIMITRIJE - Kamata u našem privrednom sistemu - udruženje banaka Jugoslavije i Privredni pregled; 1969.
40. DENČIĆ KSENIJA - Procjena, istraživanje i upravljanje, političkim rizikom u procesu međunarodnog investiranja kapitala, Berza br. 79/1999.
41. DRAGOJEVIĆ DRAGUTIN - Zahtjevi za poboljšanje finansijskih izvještaja učesnika na berzama, Berza, Beograd 1999., br. 1.
42. DUGALIĆ VEROLJUB - Regulacija tržišta hartija od vrijednosti u EU, berza br. 10/1999.
43. ĐURIĆ DRAGANA - „Veza između deviznog novčanog i tržišta kapitala“, Berza, Beograd 1992., br. 7.
44. ĐUKIĆ ĐORĐE - Sistem zaštite depozita u bankarstvu, Berza
45. ERIĆ DEJAN „Insider Trading“ - trgovina hartijama od vrijednosti na bazi unutrašnjih informacija, Jugoslovensko bankarstvo, Beograd 1992., br. 9-10.
46. ZEBIĆ MILORAD - O berzama i posebno o Beogradskoj berzi, Beograd 1937.
47. ZEČEVIĆ PAVA - Koncept jugoslovenskog tržišta novca i kratkoročnih H. O. V. Svet finansija 169/1997.
48. ŽIVANČEVIĆ MILOŠ - „Kratkoročno i srednjoročno euro finansijsko tržište“, Jugoslovensko bankarstvo, Beograd 1992., 9-10.
49. ŽIVANČEVIĆ MILOŠ - Pravo prvenstva akcionara kod upisa akcija društva kome pripadaju, Finansije 7-8/92.
50. ŽIVANČEVIĆ MILOŠ - Zaštita prava i interesa vlasnika obveznica, Finansije 49/1994.
51. IVANOVIĆ PERIŠA - Finansijska infrastruktura i finansijsko tržište, Svet finansija 169/1999.
52. IVANOVIĆ M. PETAR - Fjučersi, Podgorica, 1996.
53. IVAMY HARDY - Mozley & Whittely s Law Dictionary, London, Sidney, Tooronto 1988.
54. JAMES C. VAN HORNE - Finansijski menadžment, MATE, 1993.
56. JEREMIĆ ZORAN - „Pretpostavka za osnivanje i razvoj rejting organizacija u SRJ, Berza, Beograd 1997. br. 2.
57. JOVANOVIĆ NEBOJŠA - Pravna priroda efektivnih berzi i berzanskih poslova, doktorska disertacija, Beograd 1993.
58. JOVANOVIĆ NEBOJŠA - Precedenti anglosaksonskog prava, Berza 2/95; 3/95; 4/95; 5/95; 7/95; 8/95; 9-10/95; 12/96; 3/96.

59. JOVANOVIĆ NEBOJŠA - Berzansko obavještanje, Pravo i privreda br. 5-8/98.
60. JOVANOVIĆ PREDRAG - Obveznice, Berza posebno izdanje septembar 1996.
61. KASTRATOVIĆ MILOŠ - „Finansijsko tržište za internacionalne operacije i jedinstveno evropsko finansijsko tržište“, Finansije, beograd 1995., br. 9-10.
62. KELEČEVIĆ LEPOSAVA - Zalagoanice - berzanski posrednici na finansijskom tržištu, Berza, beograd 1995., br. 8.
63. KEEOWN, SCOTT, PETTY BASIC, FINANCIAL MENAGMENT, THIRD EDITION, PRENTICE - Hall, USA, 1985.
64. KRSTIĆ SVETLANA - Izgradnja sistema za kliring i saldiranje H. O. V. Berza 4/94.
65. LAVRENCE AUSABEL, INSIDER IN A RATIONAL EXPECTSATIONE ECONOMY, AMERICAN ECONOMIC REVIEV, decembar, 1990.
66. LUDENBERG FERDINAND, Bogati i najbogatiji I, Globus, zagreb, 1977.
67. LJUTIĆ Ž. BRANKO - Investicije: Osnove berzanskog i bankarskog poslovanja
68. MEDOJEVIĆ MIRJANA, SLIJEPEČEVIĆ RATKO - Hartije od vrijednosti i finansijsko tržište, savremena praksa, beograd 1995., br. 7.
69. MEŠIĆ DUŠAN - Upravljanje rizicima u domenu finansijskih derivata, finansije, beograd 1995., br. 3-4.
70. MENDELSON STEFAN; Moneu on the Move, Mc Graw - Hill Book companu; New York, 1980.
71. MILOŠEVIĆ DOBRIVOJE - Leksikon finansijskog tržišta, Savremena administracija, Beograd 1996.
72. MIĆOVIĆ MIODRAG - Dematerijalizacija, pravna priroda i ostvarivanje prava iz dematerijalizovanih hartija od vrijednosti, Pravo i pravda br. 5-8/2001 str. 292-301.
73. MRKUŠIĆ ŽARKO I PETRIĆ-MRKUŠIĆ ANA - Berzansko poslovanje, zagreb 1990. godina.
74. NYSE (NEV YORK STOCK EXCHANGE) GLOSSARY, 1992.
75. NIKOLIĆ MIRJANA - Novčane transakcije na internetu, Finansije br. 3-4/1997.
76. PAINTER A. A. & LAWSON R-G - Busines Law, Oxford 1989.
77. PEROVIĆ SLOBODAN - Obligaciono pravo, Beograd 1987.
78. PERIŠIN IVO - Svjetski finansijski vrtlog, Naprijed; Zagreb 1988.
79. PETROVIĆ MIROSLAV - Pravne pretpostavke za konstituisanje i funkcionisanje finansijskog tržišta i posebno berzi; Finansijsko tržište Jugoslavije; Ekonomski institut Beograd; 1993.

80. PETROVIĆ PERO - Tržište kapitala, Svet finansija 163/96.
81. POZNIĆ BORIVOJE - Gradansko procesno pravo, Savremena administracija, Beograd, 1982.
82. RISTIĆ ŽIVOTA - Tržište kapitala - teorija i praksa, Beograd 1990. god.
83. RISTIĆ ŽIVOTA - Tržište novca - teorija i praksa, Beograd 1990. god.
84. RISTIĆ ŽIVOTA - Novo evropsko berzansko pravo, Centar za unapređenje pravnih studija, Beograd 2001. god.
85. RISTIĆ IVAN - Frankfurtska elektronska berza hartija od vrijednosti, Jugoslovensko bankarstvo, Beograd 1991., br. 12.
86. SIMIĆ DEJAN, JOVANOVIĆ PREDRAG - Obezbjedenje potraživanja u trgovini na finansijskom tržištu, Svet finansija, Novi Sad 1996., br. 163.
87. SLIJEPEČEVIĆ RATOMIR - Pravni status Komisije za hartije od vrijednosti, Pravo i privreda, beograd 1995., br. 3-6.
88. SLIJEPEČEVIĆ RATOMIR - Sudijska zaštita prava i interesa akcionara, Miločer 96.
89. STAPLEY F. NEIL - The Stock Market, Zed, Cambridge 1986.
90. STARČEVIĆ BORIVOJE - Komentar zakona o izvršnom postupku, Beograd, 1987.
91. STAMENKOVIĆ RUŽICA - Bonitet pravnih lica u SRJ, Berza broj 10-12/99.
92. STAMENKOVIĆ ZORICA - Londonsko tržište, Berza, Beograd, 1992., br. 5.
93. ĆIROVIĆ MILUTIN - Bankarski menadžment, Ekonomski institut, Beograd, 1995.
94. ĆIRKOVIĆ MILUTIN - Konceptija finansijskog tržišta, finansijska tržišta Jugoslavije.
95. ĆOSIĆ BRANISLAV - Berza, Finansijska tržišta Jugoslavije
96. ĆURČIĆ UROŠ- bankarski portfolio menadžment
97. Finansijsko tržište, Savezna komisija za hartije od vrijednosti i finansijsko tržište, Beograd 2001.
98. HILFERDING RUDOLF - Finansijski kapital, Kultura, Beograd 1958.
99. HANŽEKOVIĆ MARIJAN - Vrijednosni papiri i njihovo tržište, Institut za javne finansije, Zagreb 1990.
100. COOPER GLOREY & CRIDLAN RICHARD - The Saw and Procedure od Stock Exchange, London, 1971.
101. CVJETIČANIN DANIJEL - Finansijsko tržište i država, Finansijsko tržište Jugoslavije, Ekonomski institut, Beograd 1993.

102. ČOLANOVIĆ BRANKO - Akcije u fazi razvoja i proširene reprodukcije; Manager, Institut za unapređenje robnog prometa, br. 1/1989.
103. ČOLANOVIĆ BRANKO - Ka razvijenom finansijskom tržištu, Finansijsko tržište Jugoslavije, Ekonomski institut Beograd 1993.
104. ŠUŠNJAR DUŠKO - „Uloga specijalista na američkim berzama,, Berza, Beograd 1992.
105. ŠEĆKOVIĆ DAMJAN - Berzansko pravo, Univerzitet Crne Gore, Podgorica 2001.

CONCLUSION

The very aim of our research was to give the answer to the question about exchange contracts on buying and selling securities which makes this contract different from the other business (commercial law) contracts. We also tried to find both deficiencies which make such a contract invalid and legal consequences after announcing it invalid. By answering this question, we could support the efficient use of law - protective means that, in a stock exchange, prevent generating negative phenomena or neutralize their consequences, if they ensued. They could also serve to the legislator to establish new law-protective means in protecting all the participants in exchange trading. Above-mentioned is analyzed and explored mainly according to the domestic law, but some solutions in comparative law are analyzed as well, especially those that made an impact to our legislator.

A contract on buying and selling securities is the most important stock-exchange activity. This again is struck both in issuance, when an issuer sells securities to their initial holders such as those who take the issue over (dealers or investors), and in re-sale as well (so called secondary market), when a holder sells already issued securities is a modality of a general-type sales contract of contract law. This kind of contract is not regulated in details in any of our positive - law sources. The ruling Stock-Market Law, in contrast to the pre-war one, includes not even the basic norms concerning stock-market transactions, so that there exists a problem about filling in the legal vacancy in these specific law-commercial contract.

Contractual Obligation Law, article 25, paragraph 1 prescribes that all the regulations in it, related to the contracts, must be applied to all kinds of contracts, unless business ones are ordered otherwise, which means that regulations from articles 103-117 of Contractual Obligation Law, related to annulment of bonded contracts are suitably be applied to an exchange contract on buying and selling securities. Also, due to the specific characteristics of this contract, related to its contents and subjects, we must bear in mind specific rules included in Stock-Market Law, Contractual Obligation Law or the Law Companies (supervisory rules, stock-market rules, Exchange-Broker's Society rules, etc.)

Annulment (invalidity) of a contract is an upper operational notion which includes nullity and voidance. This term serves only for classification of contracts that include such insufficiencies, which cannot make any legal means implied to them; this term does not have its own substance. Because of that, Contractual Obligation Law when regulates sanctions, does not deal with invalidity, but with nullity and voidance. Therefore, „invalidity of contract“ is an abstract term including concrete forms of invalidity such as nullity and voidance or, the other term for the same thing, absolute nullity and relative nullity.

Null and void contracts are those which comply with all the important conditions for originating legal affairs, but do not produce any legal means because they contravene public interests. For this reason, any interested individual can point at the nullity of contract. Besides, stressing the cause of nullity is not terminable. Court is duty bound to pay attention to nullity of contracts.

Nullity represents a civil-law sanction for contracts that are not formulated in accordance with law and which, in a broad sense, are not compatible to demands for a valid legal affair.

The elements of nullity of bonded contracts on buying and selling are: contrary to compulsory regulations, public order, good practices and ethics of a society, respectively.

The reasons of nullity may be: business inability of contractual parties; invalidity or discrepancy of declared will; impossibility, indefiniteness, unallowableness of a subject matter in a contract; nonexistence or unallowableness of the basics and, in some cases, insufficiency of indispensable from.

By analyzing the legal conditions that make an exchange-contract on buying and selling securities, we concluded that, in the sphere of unallowableness of a subject matter in bonded contracts, there exist many legal situations and circumstances, which make a contract null and void. When securities are the subject matter of a contract, we the following examples:

1. A case, when securities are not issued on the part of business solvent natural persons and legal capable legal persons;

2. A case, when a right of issuing securities is exclusively given to some persons and when this agreement is violated. This way, federal state and federal member state cannot issue shares, so that any contract which would have such a subject matter, would be null and void because of the unallowableness of a subject matter;

A case, when securities are not issued in a strict form. For example, serial securities in the Republic of Montenegro may only be issued in dematerialized form. Issuance that kind of shares in a written form is prohibited by imperative law regulation and any contract with such a subject matter is null and void because of unallowableness of a subject matter;



4. Furthermore, in the area of the Republic of Montenegro shares may be only issued as common ones and any contract whose subject-matter is a share to bearer is null and void;

5. Law in Securities of the Republic of Montenegro does not allow any trade in serial securities that are not registered at the Central Depository Agency and that are not issued by issuer registered by Commission for Securities;

6. Subject-matter of a contract on buying and selling cannot be shares on account of revalorization. Namely, shares issued on account of revalorization do not have their autonomus legal nature. They are utterly dependent on shares whose adjusting of value brought to their issuance. These shares whose adjusting of value brought to their issuance. These shares cannot independently be subject of buying and selling on the secondary market, but they may be subject of buying and selling exclusively with shares whose adjusting of value brought to their issuance;

7. Subject-matter of a contract on buying and selling may only be a share on the whole;

8. Contracts on buying and selling securities from an issue concluded before the Securities Commission allowed that issuance, are null and void;

9. Contract whose subject-matter is selling of securities that are not subscribed and paid on due date, because the issuer is prohibited by imperative rule to dispose of such securities at any rate;

10. Contract, whose subject-matter is selling of exchange bill whose maturity is considered different from what the Bill Law prescribes;

11. We have some cases of nullity and voidance the transfer of securities is limited or excluded. Transfer may be limited by Law, by laws of the issuer or by clause written on the very paper (share);

12. If in a stock-exchange contract a kind of security that a seller is due to hand over to a buyer is not strictly defined, this stock-exchange contract is invalid, because the seller's subject under obligation is not known;

13. Seller's subject under obligation must be possible. Stock-exchange contract on buying and selling securities is null and void, because of initial and objective impossibility, if the securities referred to this contract are expired on account of fulfilling (paying) obligations included in them. Impossibility exists when the government or the issuer by a general by-laws prohibit transfer of some kind of securities related to transaction;

14. Exchange contract on buying and selling whose subject-matter is its own shares, under certain conditions is legally null and void activity and it does not produce effects.

Price is another important component of an exchange contract on buying and selling securities. Similarly to the other bonded contracts on purchas-

ing and sales here too, price as a subject-matter of the contract must be allowed, defined and possible.

Price is allowed when it is expressed in money that emerges in a legal system as the only general lawful payment facility. In the area of the Republic of Montenegro payment facility is the Euro and price must be expressed in this currency. Otherwise, the contract is null and void.

In exchange contracts on buying and selling securities price must always be strictly defined, otherwise they are null and void.

Besides cases of invalidity due to unallowedness, indefiniteness (vagueness) and impossibility of subject-matters of contracts, there exist other numerous cases of exchange contracts invalidity.

There also are some cases of invalidity of exchange contracts where exchange and/or the Central Depository Agency appear as parties to a contract. These contracts are prohibited by imperative legal rule.

The reason of nullity and voidance of an exchange contract is found in the case of joining the market forces to the credit transactions, because it contravenes the imperative legal provision.

Contracts concluded under physical force, together with contracts concluded by completely business-incapable person are null and void as well.

If parties to a contract agreed about perfectness of an exchange contract only after realizing of a settled form may result in nullity and voidance of this contract.

Sanction of absolute nullity and voidance also exists in a case when only fulfillment or only conclusion may signify criminal offence. In our law, we have two such cases related to exchange contracts on buying and selling securities. One of them is concerned with abuse of confidential information, and the other with so called usurious contracts.

According to the regulations of the Republic of Montenegro, Transactions concluded with violation of insider rules are valid with the right of a person suffering a loss to damages.

Exchange contract on buying and selling securities when realizing some facts, may be usurious and, as such, null and void.

Any bonded contract, including obligation which results from an exchange contract on buying on selling securities, must have a condition which is indispensable (*causa sine qua non*). If there is no such a condition, or if it is unallowed (prohibited), the contract is null and void.

An example for exchange contract on buying and selling securities with missing basic condition is a contract whose subject-matter is securities expired on account of payment included in them. Here belong contracts with missing subject-matter, for example security individually defined which failed before the contract is concluded.

Similar dealings with prohibited principles (condition) are so called speculative dealings. Speculative exchange dealings are those performed by contracting parties instruments. These differences are caused by their dealings do not ban speculative dealings, but allow concluding prompt and term (prolongation) business and trading in financial derivatives.

Finally, the last reason for nullity and voidance of exchange contracts is contracts concluded through so called „internal stock-exchange“.

Prevention of trading in internal markets means striving for proper informing and control of trading in organized markets as well as eliminating various non-public redistributions, all for the sake of protection of investor and strengthening confidence in securities market.

The answer to the question, whether an exchange contract on buying securities may be null and void due to opposition to the imperative rules and good practices and ethic principles respectively, is affirmative, which can be seen in examples above. In relation to the other bonded contracts concerning nullity and voidance, there exist some specific features in exchange contracts on buying and selling securities.

Important specific feature is present in speculative dealings, which are, in other contracts, prohibited in accordance with the provisions of Trading Law, while speculative exchange contracts are valid and they are not jeopardized by nullity and voidance sanction. Specific features exist in subject-matters of contracts, as well. Namely, an exchange sales contract demands strictly determined subject-matter of the contract, as well as seller's and buyer's obligations, otherwise the contract is absolutely null and void. In other sales contracts it may not be the case.

Law is not always explicit about nullity and voidance of some exchange contracts, as it is in another bonded contracts. It uses such terms like „null and void“ and „is prohibited; obliged; produces no legal effect“, and so on. Nevertheless, interpreting the legal provisions and the practice by the courts, according to our opinion, we defined the greatest number of conditions and circumstances that make an exchange contract null and void. We also defined the greatest number of cases of so called „virtual nullity and voidance“ (the result of the legal system), so that we believe that our courts, when nullity and voidance of an exchange contract on securities is in question, will interpret the sense and objective of law or regulate this sphere in a similar manner as it is explained in this project.

Current regulations about partial nullity and voidance along with legal consequences of nullity and voidance are applied to exchange contracts on buying and selling securities as well as to the other bonded sales contracts.

Relatively null and contract is such an invalid contract which consists of some insufficiencies, but produces legal effects, if not annulled. Possibility of

annulment is prescribed in case of its insufficiencies, but this sanction may not be necessarily applied, because it depends on the will of contracting party protected by this sanction, whether concluded contract will be announced null and void or whether it will produce legal effects of a valid contract. By concluding of a relatively null and void contract, some individual interest is, in principle, jeopardized. For this reason, annulment or viability depend on the individual whose interest is jeopardized by concluding such a contract.

Cases of voidance of change contracts on buying and selling securities exist in the sphere of absence of will (fallacy, fraud, threat).

Lack of will is a specific feature of exchange contracts and it appears mostly because of the defective prospectus and incorrect financial statement relating to issuer's business. Though exchange transactions are regulated by a system of rules of conduct, yet we are witnesses of a great number of frauds in exchange trading and they are our everyday phenomenon, both in the most developed markets and in the new ones.

Threat is possible in all contracts including exchange contracts, which experience showed in examples of former republics of the USSR, where the use of threat and physical force in share trading was very frequent.

According to our opinion, an exchange contract on buying and selling securities cannot be expired by annulment owing to excessive damage of a contracting party owing to these reasons: contract on buying and selling securities belongs to economic-legal contracts, concluded by experts who are very familiar with the value of goods they sell or buy.

As for exchange-brokers who are professionals, legal condition of ignorance (fallacy) concerning real value rate of securities, cannot be fulfilled because they are obliged to know it. Also, law regulates that annulment cannot be demanded in case of excessive damage if a contract on hazard or contract concluded by public sale are question. Since an exchange contract on buying and selling securities is concluded mostly in auction sale, as a kind of tendering, and since they often include some elements of contracts on hazard, especially in speculative and term dealings, legal conditions for their voidance are not fulfilled owing to their excessive damage. That means that when an excessive damage is in question, specific features of an exchange contract make this reason sufficient for this not be annulled.

It must be emphasized that, no matter whether the subject of trading in securities appears in materialized or dematerialized form, this fact does not make any impact on existing of the institution of relative nullity and voidance of a contract. What is important in securities is their contents and rights, and not their form they are expressed in.

According to that, there is no importance whether a security is bought, for example under threat, in written or dematerialized form. In both cases,

contract is voidable. Of course, it applies to the other cases of invalidity of contracts.

Further, like other sales contracts, exchange contracts on buying and selling securities are also dependant on rules of invoking and consequences of avoidance, dissolution of rights and consolidation.

With the view to the improvement of legal safety on the occasion of stock-exchange trading, in our exchanges, we think that we must work on harmonization of regulations and on reconciliation of Republic of Serbia. Also, domestic legislature must be harmonized with the EEC (EU) jurisprudence, which is the strategic national task in order to fulfill necessary conditions for membership of our country in the EEC (EU).

Further, we think that, without any delay, according, to exact law regulations, we must regulate the question of procedure of taking over the control over the joint-stock companies in exchange quotation. Also, we believe that we must reach standards related to development of a reliable system of electronic trading, its regulation and authorization of electronic signing and, especially safety, secrecy and privacy in communication between individuals involved in exchange transactions.



SKRAĆENICE

ZBBB — Zakon o berzama, berzanskom poslovoanju i berzanskim posrednicima, Službeni list SRJ, br. 90/94;

ZHV SRJ — Zakon o hartijama od vrijednosti Službeni list SRJ, br. 26/95;

ZHV RCG — Zakon o hartijama od vrijednosti RCG, Službeni list RCG, br. 59/00, 10/01;

ZOO — Zakon o obligacionim odnosima, Službeni list SRJ, br. 29/78, 39/85, 57/89, 31/93;

ZOP SRJ — Zakon o preduzećima, Službeni list SRJ, br. 29/96, 33/96, 29/97, 59/98, 74/99;

ZOP RCG — Zakon o privrednim društvima RCG, Službeni list RCG, br. 6/02.

CDA - Centralna Depozitarna Agencija



SADRŽAJ

UVOD	2
I DIO	7
FINANSIJSKA BERZA, BERZANSKO POSLOVANJE, BERZANSKI UGOVORI	7
GLAVA I	8
POJAM, ISTORIJAT, VRSTE, ULOGA I ZNAČAJ BERZE	8
1. Pojam berze	8
2. Istorijat berzi	11
2.1. U svijetu	11
2.2. Kod nas	13
3. Vrste berze	14
4. Uloga i značaj berze	17
GLAVA II	21
PRAVNI IZVORI	21
1. Uvodne napomene	21
2. Nacionalni pravni izvori	21
2.1. Zakoni	22
2.2. Podzakonski opšti akti	29
2.3. Sudska praksa i pravna nauka	29
2.4. Izvori autonomnog berzanskog prava (berzanska pravila)	30
3. Međunarodni pravni izvori	32
GLAVA III BERZANSKO POSLOVANJE	35
1. Berzansko poslovanje	35
2. Vanberzansko poslovanje	36

3. Subjekti	41
3.1. Uvodne napomene	41
3.2. Članovi	41
3.3. Berzanski posrednici	44
3.4. Ostali učesnici	48
4. Vrste berzanskih poslova	50
5. Način zaključenja berzanskog posla	54
5.1. Uvodne napomene	54
5.2. Nalog (pojam i pravna priroda)	54
5.3. Sadržina naloga	55
5.4. Klasifikacija naloga	56
5.5. Izvršenje naloga	58
5.6. Mjesto i vrijeme zaključenja berzanskog posla	60
6. Izvršenje berzanskog posla	61
7. Berzanska kontrola	65
7.1. Uvod	65
7.2. Komisija za hartije od vrijednosti	67
8. Objavljivanje podataka o berzanskom poslovanju	68
 GLAVA IV	 73
POJAM UGOVORA O BERZANSKOJ KUPOPRODAJI	
HARTIJA OD VRIJEDNOSTI	73
 1. Pojam ugovora	 73
2. Osobine ugovora	74
3. Bitni elementi ugovora	77
3.1. Stvar	77
3.1.1. Pojam hartija od vrijednosti	77
3.1.2. Stavljanje na listing	81
3.1.3. Uslovi u vezi sa izdavaocem hartija od vrijednosti	83
3.1.4. Uslovi za stavljanje na listing koji se odnose na same hartije od vrijednosti	85
3.1.5. Način prijema hartija u kotaciju	87
3.1.6. Ugovor o listingu (kotaciji)	91
3.1.7. Prestanak kotacije ili brisanje sa listinga	92
3.1.8. Vrste hartija	94
3.2. Cijena	96
3.2.1. Pojam	96
3.2.2. Berzanski kurs	97
3.2.3. Razlika berzanskog kursa i cijene	98
3.2.4. Vrste kurseva	99

4. OSTALI POSLOVI SA HARTIJAMA OD VRIJEDNOSTI	101
4.1 Zalaganje hartija od vrijednosti	101
4.2. Hartije od vrijednosti kao sredstvo plaćanja i obezbjeđenja	101
4.3. Ugovor o razmjeni hartija od vrijednosti	101
II DIO	102
NEVAŽNOST BERZANSKIH UGOVORA O KUPOPRODAJI HARTIJA OD VRIJEDNOSTI	102
GLAVA V	103
PRESTANAK BERZANSKIH UGOVORA O KUPOPRODAJI HARTIJA OD VRIJEDNOSTI	103
1. Uopšte	103
2. Prestanak berzanskih ugovora o kupoprodaji hartija od vrijednosti	103
GLAVA VI	108
NIŠTAVOST BERZANSKIH UGOVORA O KUPOPRODAJI HARTIJA OD VRIJEDNOSTI	108
1. Pojam	108
2. Domen primjene	112
2.1. Uvodne napomene	112
2.2. Situacije i okolnosti koje čine jedan berzanski ugovor o kupoprodaji hartija od vrijednosti ništavim	114
2.3. Zaključak	156
3. Djelimična ništavost	157
4. Konverzija ugovora	159
5. Pozivanje na ništavost	161
6. Pravne posledice ništavosti	167
6.1. Uvodne napomene	167
6.2. Povraćaj datog	167
6.3. Naknada štete	170
6.4. Pravni položaj trećih lica	170
GLAVA VII	171
RUŠLJIVI UGOVORI	171
1. Pojam	171
2. Domen primjene	172
2.1. Uvodne napomene	172

2.2. Slučajevi i okolnosti u kojima dolazi do rušljivosti berzanskog ugovora o kupoprodaji hartija od vrijednosti	172
2.3. Zaključak	186
3. Pozivanje na rušljivost	187
4. Posljedice poništenja	188
5. Prestanak prava	192
6. Konvalidacija	193
6.1. Pojam	193
6.2. Domen primjene	194
 GLAVA VIII	 195
PREDLOZI I PRAVCI DALJIH AKTIVNOSTI U CILJU POBOLJŠANJA PRAVNE ZAŠTITE UČESNIKA U BERZANSKOJ TRGOVINI	 195
1. Harmonizacija propisa	195
2. Zakonodavna regulativa	197
Zaključak	200
LITERATURA	214
APSTRAKT	220
SKRAĆENICE	227
SADRŽAJ	228



Ime i prezime autora: Aleksandar Kovačević

Godina rođenja: 1961.

E-mail: advdr.aleksandrakovacevic@gmail.com

Organizaciona jedinica Univerziteta Crne Gore: Pravni fakultet

Naslov doktorske disertacije:

Nevažnost berzanskih ugovora o kupoprodaji hartija od vrijednosti

Prevod naslova na engleski jezik:

The invalidity of stock exchange contracts for the purchase and selling securities

Datum odbrane: 22.03.2003. godine

Signatura u Univerzitetskoj biblioteci¹:

Naslov, sažeci, ključne riječi (priložiti dokument sa podacima potrebnim za unos doktorske disertacije u Digitalni arhiv Univerziteta Crne Gore):

Izjava o korišćenju (priložiti potpisanu izjavu):

Saglasan sam da se djelo Kristi bez ikakvog ograničenja u komercijalne i naučne svrhe

Napomena:

¹ Podatak o signaturi (lokaciji) može ispuniti biblioteka organizacione jedinice/Univerzitetska biblioteka

PODACI POTREBNI ZA UNOS DOKTORSKE DISERTACIJE U DIGITALNI ARHIV UNIVERZITETA CRNE GORE

Prevod naslova disertacije na engleski jezik:

The invalidity of stock exchange contracts for the purchase and selling securities

Mentor i članovi komisija (za ocjenu i odbranu):

Mentor: Damijan Šećković
Članovi: Dragan Radonjić
Mladen Šljivančanin
Jelena Paović Jeknić
Vjera Radović

Sažetak²:

Tržište hartija od vrijednosti je u zemljama razvijene tržišne privrede najznačajniji segment finansijskog tržišta. Zato ove države ulažu veliki napor da obezbijede fer i poštenu trgovinu na tržištu hartija od vrijednosti. U praksu se zaključuju ugovori koji nijesu u skladu sa ustavnim načelima, prinudnim propisima, dobrim običajima i moralu društva, kao i oni kojima se vrijeđaju interesi jedne ugovorne strane. Takvi ugovori po pravilu, ne proizvode dejstva i smatraju se nevažećim ugovorima. Cilj ovog rada je prvo da se da odgovor: Kakva je pravna priroda berzanskog ugovora o kupoprodaji hartija od vrijednosti, što ove ugovore razlikuje od drugih ugovora privrednog (trgovinskog) prava i koji su to nedostaci koji jedan takav ugovor čine nevažećim, kao i koje su pravne posljedice oglašavanja takvog ugovora nevažećim. Davanje odgovora na ova pitanja može da pomogne u efikasnijem korišćenju pravno zaštitivih sredstava kojima se na berzi sprečava nastajanje negativnih pojava ili neutralisanjem njihovih posljedica ako su nastale, kao i da posluže zakonodavcu u pravcu ustanovljenja pravno zaštitivih sredstava kojim se štite učesnici u berzanskoj trgovini.

Sažetak na engleskom (njemačkom ili francuskom) jeziku:

The value market is the most important segment of the financial market in developed market economies. That is why these countries are making great efforts to ensure fair and equitable trade in the securities market. In practice, contracts are concluded that are not in accordance with constitutional principles, coercive regulations, good customs and morals of society, as well as those that offend the interests of one contracting party. Such contracts, as a rule, do not produce effects and are considered invalid contracts. The aim of this paper is first to answer: What is the legal nature of the stock exchange contract for the sale of securities, what distinguishes these contracts from other contracts of commercial law and what are the shortcomings that make such a contract invalid, as well as the legal consequences of declaring such a contract invalid. Answering these questions can help in more efficient use of legal remedies that prevent the occurrence of negative phenomena on the stock exchange or by neutralizing their consequences if they have occurred, as well as to serve the legislator to establish legal remedies to protect participants in stock exchange trading.

² Ukoliko je predviđeni prostor za polja Sažetak, Sažetak na engleskom jeziku, Ključne riječi i Ključne riječi na engleskom jeziku nedovoljan, priložiti ih u posebnom prilogu.

Ključne riječi:

Berza; Nevažnost hartija od vrijednosti; Ugovori; Akcije; Kupoprodaja

Ključne riječi na engleskom jeziku:

Stock Exchange; The insignificance of securities; Contracts; Actions; Buying and selling

Naučna oblast/uža naučna oblast: Pravne nauke; Obligationo pravo

Naučna oblast/uža naučna oblast na engleskom jeziku:

Legal sciences; Civil law

Ostali podaci:

IZJAVA O KORIŠĆENJU

Ovlašćujem Univerzitetsku biblioteku da u Digitalni arhiv Univerziteta Crne Gore unese doktorsku disertaciju pod naslovom

Nevažnost berzanskih ugovora o kupoprodaji hartija od vrijednosti

koja je moj autorski rad.

Doktorska disertacija, pohranjena u Digitalni arhiv Univerziteta Crne Gore, može se koristiti pod uslovima definisanim licencom Kreativne zajednice (Creative Commons), za koju sam se odlučio/la³.

Autorstvo

Autorstvo – bez prerada

Autorstvo – dijeliti pod istim uslovima

Autorstvo – nekomercijalno

Autorstvo – nekomercijalno – bez prerada

Autorstvo – nekomercijalno – dijeliti pod istim uslovima

Potpis autora



U

³ Odabrati (čekirati) jednu od šest ponuđenih licenci (kratak opis licenci dat je na poleđini ovog priloga)

Autorstvo

Licenca sa najširim obimom prava korišćenja. Dozvoljavaju se prerade, umnožavanje, distribucija i javno saopštavanje djela, pod uslovom da se navede ime izvornog autora (onako kako je izvorni autor ili davalac licence odredio).

Djelo se može koristiti i u komercijalne svrhe.

Autorstvo – bez prerada

Dozvoljava se umnožavanje, distribucija i javno saopštavanje djela, pod uslovom da se navede ime izvornog autora (onako kako je izvorni autor ili davalac licence odredio). Djelo se ne može mijenjati, preoblikovati ili koristiti u drugom djelu.

Licenca dozvoljava komercijalnu upotrebu djela.

Autorstvo – dijeliti pod istim uslovima

Dozvoljava se umnožavanje, distribucija i javno saopštavanje djela, pod uslovom da se navede ime izvornog autora (onako kako je izvorni autor ili davalac licence odredio). Ukoliko se djelo mijenja, preoblikuje ili koristi u drugom djelu, prerade se moraju distribuirati pod istom ili sličnom licencom.

Ova licenca dozvoljava komercijalnu upotrebu djela i prerada. Slična je softverskim licencama, odnosno licencama otvorenog koda.

Autorstvo – nekomercijalno

Dozvoljavaju se prerade, umnožavanje, distribucija i javno saopštavanje djela, pod uslovom da se navede ime izvornog autora (onako kako je izvorni autor ili davalac licence odredio).

Komercijalna upotreba djela nije dozvoljena.

Autorstvo – nekomercijalno – bez prerada

Licenca kojom se u najvećoj mjeri ograničavaju prava korišćenja djela. Dozvoljava se umnožavanje, distribucija i javno saopštavanje djela, pod uslovom da se navede ime izvornog autora (onako kako je izvorni autor ili davalac licence odredio). Djelo se ne može mijenjati, preoblikovati ili koristiti u drugom djelu.

Komercijalna upotreba djela nije dozvoljena.

Autorstvo – nekomercijalno – dijeliti pod istim uslovima

Dozvoljava se umnožavanje, distribucija, javno saopštavanje i prerada djela, pod uslovom da se navede ime izvornog autora (onako kako je izvorni autor ili davalac licence odredio). Ukoliko se djelo mijenja, preoblikuje ili koristi u drugom djelu, prerada se mora distribuirati pod istom ili sličnom licencom.

Djelo i prerade se ne mogu koristiti u komercijalne svrhe.