

të pa detyruar dhe begatimit pa shkak, mund të ketë një rëndësi më shumë sesa teorike, po të kihet parasysh që pagimi i pa detyruar është një figurë e veçantë që të çon tek parimi i përgjithshëm që ndalon të begatohesh pa shkak. Në konfirmim të kësaj, përmendim të gjitha ato sisteme ku pagimi i pa detyruar dhe begatimi pa shkak janë të disiplinuar organikisht. I referohemi Gjermanisë dhe vendeve të *Common Law*. Në Gjermani, kodi disiplinon njësoj rastet e pagimit të pa detyruar dhe të begatimit pa shkak, por fenomeni është akoma më evident në *Common Law*, ku jo vetëm nuk ekziston dallimi mes pagimit të pa detyruar dhe begatimit pa shkak, por as ajo mes begatimit dhe zgjerimit. Të gjitha këto institute trajtohen së bashku në *law of restitution*. Në veçanti, ato mjete që pamë se operojnë në fushën e pagimit të pa detyruar (*money had and received, quantum meruit, quantum valebat, constructive trust* etj.) janë adoptuar dhe shtrirë më vonë edhe në rastet që juristët kontinentalë do t'i cilësojnë përkatësisht begatimit pa shkak dhe zgjerim të punëve të tjetrit.

Nga studimi i praktikës së pakët gjyqësore shqiptare në këtë fushë, rezulton që, në më të shumtën e rasteve, gjykata nuk e dallon dot fijen e hollë që ndan begatimin pa shkak nga pagimi i pa detyruar, madje, shpesh herë i koncepton si një figurë e vetme, pa i dhënë ndonjë rëndësi emrit të padisë së përdorur.

Bibliografia

1. Istituzioni di diritto private, Grup autorësh, G. Giappichelli Editore-Torino 2005.
2. Enciclopedia del diritto, Le garzantine, Garzanti 2001.
3. Les principes de la responsabilite civile, Patrice Jourdain, Dalloz 2000.
4. La gestione di affari altrui, Pietro Sirena, G. Giappichelli Editore-Torino 2000.
5. Il pagamento dell'indebito, Giulio Levi, Giuffrè Editore-Milano 1989.
6. E drejta e detyrimeve dhe kontratave, Marjana Semini, Afërdita, 1998.
7. Kodi Civil i vitit 1929, botimet Toena 1998.
8. Andon Sallabanda, E drejta e detyrimeve (Pjesa e përgjithshme), 1962.
9. E drejta e detyrimeve, Tiranë 2008, A. Nuni, A. Vokshi, I. Mustafaj.
10. Paolo Gallo, Grandi sistema giuridici, Giappichelli, Torino, 1997.
11. Unjust enrichment, Peter Birks, Oxford university press, bot. 2, 2005, f.360.
12. An introduction to the Law of Restitution, Peter Birks, Oxford university press USA, bot. 2, 1989.
13. Goff and Jones, The law of restitution, Sweet&Maxwell, bot.6, 2002, f.1040.
14. The use and abuse of unjust enrichment, Jack Beatson, Oxford university press, 1991.
15. The principles of the law of restitution, Graham Virgo, Oxford University Press, 1999.

Tregu i letrave me vlerë në Shqipëri dhe Ballkan

Prof. Asoc. Dr. Edi Spaho

LEKTOR, FAKULTETI JURIDIK, UET

Hyrje

Në kuptimin e saj të mirëfilltë, tregu i letrave me vlerë në Ballkan çelët me Bursën e Beogradit, e cila u rikrijua në 1989, në bazë të ligjit për tregun e kapitaleve dhe atë të parasë. Bursa e Bullgarisë - Sofia AD (BSE) u rihap në vitin 1991, pas miratimit të Ligjit Tregtar. Krijimi i bursës u lidh ngushtë me ndryshimet e thella strukturore ekonomike dhe sociale në vend, që nga viti 1989. Në Kroaci janë krijuar dy bursa: Bursa e Zagrebit (ZSE) dhe Bursa e Varazhdinit (VSE). Bursa më e madhe është ZSE, e cila është rikrijuar në vitin 1991 dhe shërben si një platformë tregtimi për anëtarët e saj dhe klientët e tyre. Bursa e Malit të Zi u krijua në qershor të vitit 1993 nga katër banka, në bazë të ligjit për tregun e kapitaleve dhe atë të parasë. Ajo u licencua nga Ministria Federale e Financave për tregtimin e titujve afatshkurtër të Bankës Qendrore të Jugosllavisë si dhe nga Komisioni Federal i Letrave me Vlerë për tregtimin e titujve afatgjatë. Bursa e Maqedonisë (MSE) u krijua në 13 shtator 1995 dhe filloi zyrtarisht veprimtarinë e saj në 28 mars 1996, si tregu kryesor i organizuar i letrave me vlerë dhe i pari në historinë e Maqedonisë. Bursa e Rumanisë (BSE) u rihap zyrtarisht në 21 prill të vitit 1995, si një institucion publik. Tregtimi në BSE kryhet mbi një platformë moderne elektronike si dhe mbi një komplet të zgjeruar rregullash dhe procedurash, të lidhura me tregtimin, pastrimin, rregullimin e llogarive dhe regjistrimin e letrave me vlerë. Në këtë arkitekturë të sistemit dhe infrastrukturës financiare, ajo që ekziston e ngritur thjesht si skemë institucionale është Bursa e Tiranës, e projektuar për të shërbyer si një treg i organizuar letrash me vlerë në Shqipëri që në vitin 1996. Edhe pse pas kaq vitesh pas hapjes zyrtare të saj ajo nuk ka arritur të ofrojë shërbimin që një bursë normale letrash me vlerë do të duhej të ofronte: shitblerjen e aksioneve të shoqërive tregtare shqiptare, pa folur për funksionimin e saj si platformë tregtimi dhe për obligacionet apo titujt afatgjatë.

Bursa e Tiranës (BT), si e para bursë në Shqipëri në sistemin e saj financiar, u hap në 2 maj 1996, në formën e një departamenti të Bankës së Shqipërisë, si pjesë integrale e saj.

Përvoja dhe praktika të zhvillimit të tregjeve të letrave me vlerë në rajonin e Ballkanit

Bullgaria

Bursa e Bullgarisë - Sofia AD (BSE) u rihap në vitin 1991, pas miratimit të Ligjit Tregtar. Krijimi i bursës u lidh ngushtë me ndryshimet e thella strukturore ekonomike dhe sociale në vend, që nga viti 1989. Gjatë periudhës 1992-1994 u krijuan rreth njëzet bursa rajonale, të cilat vepronin në një mjedis të parregulluar. Në korrik të vitit 1995, miratohet ligji për letrat me vlerë, bursat dhe shoqëritë e investimeve, sipas të cilit u krijua Komisioni i Letrave me Vlerë dhe Bursave, ndërsa nga fundi i vitit 1995 u shkrinë të gjithë bursat e krijuara dhe mbeti në funksionim vetëm Bursa e Bullgarisë. Institucioni tjetër kryesor në treg, Depozita Qendrore e letrave me vlerë (CDAD) u krijua si shoqëri aksionere në vitin 1996.

Deri në vitin 1996 shoqëritë e kuotuar në Bursën e Bullgarisë nuk ishin të detyruara të botonin prospekt, ky dokument u bë i detyrueshëm pas këtij viti. Sesioni i parë i tregtimit në BSE, si treg i rregulluar, u krye në 21 tetor të vitit 1997, por dyshemeja zyrtare u hap në 12 janar 1998, me listimin e aksioneve të "Elkabel", shoqëria më e madhe e prodhimit të kabllave. Në fund të vitit 1999 ishin të listuara 32 shoqëri në segmentin zyrtar dhe rreth 1.000 shoqëri në tregun e lirë (OTC). Këto shoqëri rezultuan nga procesi i privatizimit masiv.¹

Në BSE pranohen për tregtim: aksionet, letrat me vlerë të borxhit të emërtuara nga Qeveria (obligacionet qeveritare) dhe letrat me vlerë të borxhit të emërtuara nga shoqëritë anonime. Banka Kombëtare e Bullgarisë shërben si depozitues për letrat me vlerë të borxhit qeveritar, përveç CDAD, që shërben si depozitues për letrat me vlerë të shoqërive aksionere.

Kroacia

Në Kroaci janë krijuar dy bursa: Bursa e Zagrebit (ZSE) dhe Bursa e Varazhdinit (VSE). Bursa më e madhe është ZSE, e cila është rikrijuar në vitin 1991 dhe shërben si një platformë tregtimi për anëtarët e saj dhe klientët e tyre. Tregtimi i letrave me vlerë kryhet nëpërmjet sistemit elektronik MOST. ZSE nuk ka dysheme fizike tregtimi, pasi brokerat dhe tregtarët janë të lidhur elektronikisht me njëri-tjetrin.

¹ <http://www.bse-sofia.bg/?page=AboutBSE&PHPSESSID=310e731d4b935319b5cadb12d5c5d959>.

Tregtimi kryhet çdo ditë nga ora 10:00-16:00. Instrumentet e tregtueshme në ZSE janë: aksione, letra me vlerë të borxhit qeveritar dhe letra tregtare. Si depozitues për bonot e thesarit shërben Ministria e Financave, ndërsa për letrat e tjera me vlerë si depozitues shërben agjencia e depozitimit të letrave me vlerë (SDA).²

Mali i Zi

Bursa e Malit të Zi u krijua në qershor të vitit 1993 nga katër banka, në bazë të ligjit për tregun e kapitaleve dhe atë të parasë. Ajo u licencua nga Ministria Federale e Financave për tregtimin e titujve afatshkurtër të Bankës Qendrore të Jugosllavisë si dhe nga Komisioni Federal i Letrave me Vlerë për tregtimin e titujve afatgjatë. Aktualisht, në Bursën e Malit të Zi janë të kuotuar 433 shoqëri aksionere dhe 13 obligacione qeveritare.³

Maqedonia

Bursa e Maqedonisë (MSE) u krijua në 13 shtator 1995 dhe filloi zyrtarisht veprimtarinë e saj në 28 mars 1996, si tregu kryesor i organizuar i letrave me vlerë dhe i pari në historinë e Maqedonisë. Ajo u krijua fillimisht si një shoqëri aksionere jofitimprurëse nga 19 anëtarë: 13 banka, 3 shoqëri kursimi dhe 3 shoqëri sigurimesh. Nga qershori i vitit 2001, MSE-ja filloi të vepronte si shoqëri aksionere fitimprurëse dhe aktualisht ka 20 aksionerë (8 shtëpi brokerimi, 8 banka, 1 shoqëri sigurimesh dhe 3 investitorë privatë).

Instrumentet e tregtueshme në MSE janë: aksionet dhe obligacionet qeveritare të shoqërive aksionere. Tregu është i organizuar në dy segmente: Tregu Zyrtar dhe Tregu Jozyrtar. Tregtimi i letrave me vlerë në MSE kryhet nëpërmjet një sistemi plotësisht elektronik të drejtuar nga porosia, i quajtur BEST (Bourse Electronic System for Trading). Ky është një sistem elektronik në distancë (pa dysheme fizike tregtimi), cili është i hapur 4 herë në javë, nga ora 09:00-12:00.

Si depozitues i letrave me vlerë shërben Qendra e Depozitës së Letrave me Vlerë (CSD), që mban regjistrime për të gjithë shoqëritë aksionere në vend, rreth 750 shoqëri aksionere. Aktualisht, në MSE janë të kuotuar 46 shoqëri aksionere dhe 5 obligacione qeveritare.⁴

Rumania

Bursa e Rumanisë (BSE) u rihap zyrtarisht në 21 prill të vitit 1995, si një institucion publik. Tregtimi në BSE kryhet mbi një platformë moderne elektronike si dhe

² http://en.wikipedia.org/wiki/Zagreb_Stock_Exchange.

³ <http://www.montenegroberza.com/code/navigate.asp?Id=59>.

⁴ http://en.wikipedia.org/wiki/Macedonian_Stock_Exchange.

mbi një komplet të zgjeruar rregullash dhe procedurash, të lidhura me tregtimin, pastrimin, rregullimin e llogarive dhe regjistrimin e letrave me vlerë. Sesioni i parë i tregtimit u krye në 20 nëntor 1995. Përveç BSE-së, në Rumani u vu në funksionim dhe RASDAQ, një sistem elektronik tregtimi i ngjashëm me NASDAQ, me synim sigurimin e një platforme tregtimi për letrat me vlerë të shoqërive aksionere të dala nga programi i privatizimit masiv. Në RASDAQ tregtohen mbi 2.300 aksione, kurse në BSE mbi 98 aksione. Tregtimi i letrave me vlerë në BSE organizohet në tre nivele, gjithashtu, ekziston një segment për tregtimin e aksioneve të palistuara, ose tregu jozyrtar. Aktualisht në BSE rreth 40 aksione tregtohen në segmentin jozyrtar, 40 në segmentin e dytë dhe vetëm 18 në segmentin e parë.

Në BSE, si instrumente të pranura për tregtim janë: aksionet, obligacionet qeveritare dhe të shoqërive aksionere, obligacionet e pushtetit lokal dhe bonot e thesarit. Si depozitues letrash me vlerë janë: Banka Kombëtare e Rumanisë për bonot e thesarit dhe obligacionet qeveritare; për titujt e tjerë si depozitues shërben SNCDD (Shoqëria Kombëtare e Pastrimit, Rregullimit dhe Depozitimit të Letrave me Vlerë).⁵

Serbia

Bursa e Beogradit u rikrijua në 1989, në bazë të ligjit për tregun e kapitaleve dhe atë të parasë. Gjatë viteve 1992-1995, veprimtaria e saj u dëmtua rëndë nga paqëndrueshmëria politike dhe ekonomike e vendit. Gjatë kësaj periudhe në të u tregtuan tituj afatshkurtër, kryesisht letra tregtare të bankave. Në shtator 2002, fillon për herë të parë tregtimi në obligacionet qeveritare ndërsa në mars të vitit 2003, futet metoda e tregtimit të pandërprerë për këto obligacione. Në mars të vitit 2004, zbatohet sistemi elektronik i tregtimit në distance (pa dysheme fizike tregtimi) dhe në tetor të po këtij viti aplikohet metoda e tregtimit të pandërprerë të aksioneve. Në Bursën e Beogradit tregtohen: aksione, obligacione, certifikata depozitash dhe produkte derivate financiare. Aktualisht në segmentin e tregut të lirë të parregulluar kuotohen 1.233 ndërmarrje, ndërsa asnjë ndërmarrje nuk është kuotuar në segmentet zyrtare.⁶

Bursa e Tiranës

Një historik i shkurtër

Në këtë arkitekturë të sistemit dhe infrastrukturës financiare, ajo që ekziston e ngritur thjesht si skemë institucionale është Bursa e Tiranës, e projektuar për të

⁵ http://en.wikipedia.org/wiki/Bucharest_Stock_Exchange.

⁶ http://en.wikipedia.org/wiki/Belgrade_Stock_Exchange.

shërbyer si një treg i organizuar letrash me vlerë në Shqipëri që në vitin 1996. Edhe pas kaq vitesh pas hapjes zyrtare të saj ajo nuk ka arritur të ofrojë shërbimin që një bursë normale letrash me vlerë do të duhej të ofronte: shitblerjen e aksioneve të shoqërive tregtare shqiptare, pa folur për funksionimin e saj si platformë tregtimi dhe për obligacionet apo titujt afatgjatë.

Bursa e Tiranës (BT), si e para bursë në Shqipëri në sistemin e saj financiar, u hap në 2 maj të 1996, në formën e një departamenti të BSH-së, si pjesë integrale e saj. Ajo përbëhej nga Sektori i Tregut, Sektori i Listimit, i Anëtarësimit, Zyra e Pastrimit dhe e Rregullimit të Llogarive. Autoriteti drejtues i bursës ishte Bordi Mbikëqyrës i saj i përbërë nga: Guvernatori i Bankës së Shqipërisë, Kryetari i Bordit, Drejtori i Departamentit të Bursës së Tiranës, një anëtar i emëruar nga Ministri i Financave dhe dy anëtarë të përzgjedhur midis agjentëve të tregut të letrave me vlerë dhe të caktuar nga Guvernatori i Bankës së Shqipërisë.⁷

Hapja e saj pranë BSH-së nuk ishte e rastësishme. Si në të gjitha vendet e Evropës Qendrore dhe Lindore, me një të kaluar të ngjashme me Shqipërinë, shteti u përpoq dhe vendosi të ishte promotori dhe mbështetësi kryesor i krijimit të bursës. Megjithatë, në Shqipëri u ndoq një rrugë e ndryshme nga ai i përvojës së të gjitha këtyre vendeve, pasi u vendos që BT-ja të krijohet në administrimin e BSH-së. Arsyet e kësaj zgjedhjeje ishin:

- Mungesa e një tradite të mëparshme në këtë drejtim,
- Gama shumë e kufizuar e instrumenteve financiare pra, rrjedhimisht, mungesa e aksioneve dhe titujve nga sektori privat,
- Prania e një sektori privat shumë më të dobët sesa ai i vendeve të tjera të Evropës Qendrore e Lindore,
- Mos fillimi ende i privatizimit të ndërmarrjeve strategjike,
- Shanset e vogla të sigurimit, brenda një periudhe afatshkurtër, të efeciencës ekonomike të këtij institucioni të ri,
- Mungesa e ekspertëve dhe e përvojës përkatëse të mjaftueshme jashtë institucioneve shtetërore të sferës financiare dhe kryesisht jashtë BSH-së.

Të ndërgjegjshëm se veprimtaria e kësaj burse, për një periudhë afatmesme, nuk do të ishte tregtimi i aksioneve, Qeveria, në bashkëpunim me BSH-në vendosën të organizojnë pranë BT-së, tregun parësor dhe dytësor të bonove të thesarit. Pavarësisht se këto veprimtari nuk ishin me natyrë të mirëfilltë burse, e cila u bë e mundur:

- Krijimi i një tradite të funksionimit dhe veprimtarisë operacionale të BT-së;
- Kryerja e një marketingu pa kosto të shprehur dhe edukimit të publikut dhe institucioneve mbi funksionimin e Bursës, investimit në Bursë dhe funksionimit të ndërmjetësve financiarë;

⁷ Banka e Shqipërisë – “Historia e Bankës Qendrore të Shqipërisë”, Tiranë, 2003.

- Grumbullimi nga stafi ekzistues i BT-së, i përvojës së nevojshme mbi parimet e tregtimit, pastrimit dhe rregullimit të transaksioneve në letra me vlerë;
- Përgatitja graduale teorike dhe praktike e këtij stafi, për të përballuar më tej angazhimin e BT-së në veprimtaritë e reja në të ardhmen.⁸

Me pak fjalë, qëllimi i Qeverisë shqiptare ishte krijimi, mbështetja dhe zhvillimi i një institucioni që, pavarësisht se ekonomia private dhe forcat e tregut nuk e mbështesin dhe e zhvillonin dot për momentin, në të ardhmen do të kthehet në një institucion të rëndësishëm kombëtar, që do t'i shërbejë jo vetëm Shtetit, për arritjen e objektivave të tij strategjike për zhvillimin e ekonomisë së tregut, por dhe biznesit privat, duke e orientuar dhe inkuadruar atë drejt institucioneve të sistemit financiar.

Organizmi i BT-së

BT-ja u organizua fillimisht si një treg ankandi, me të thirrura, i drejtuar nga porosia. Sesionet e tregtimit zhvilloheshin dy herë në javë, të hënave dhe të enjteve, duke filluar në orën 10:00. Pastrimi dhe rregullimi i llogarive kryhej nga BT-ja, me datë valute dy ditë pune, pas datës së transaksionit. Instrumentet e pranueshme për tregtim ishin kufizuar vetëm në tre: bonot e thesarit me afat fillestar maturimi 12 muaj, 5 seri obligacionesh qeveritare, të emëtuara për ristrukturimin e huave të këqija të ish-kooperativave bujqësore si dhe Bonot e Privatizimit. BT-ja ka operuar gjithnjë si një treg pjesor paraje me një kuadër jo të plotë instrumentesh të tij dhe si një treg tepër të ngushtë dhe jo likuid kapitalesh i përfaqësuar nga obligacionet qeveritare.

BT-ja shërbeu dhe si treg parësor për shitjen e bonove të thesarit të Qeverisë, funksion që e kreu deri në 1 gusht 1998, kur ky treg kaloi përfundimisht pranë Departamentit të Operacioneve Monetare të BSH-së. Ndërsa viti 1996 është viti ku në BT shënohet shpërndarja më e rregullt, sipas muajve, e transaksioneve të kryera, ku për çdo muaj janë kryer transaksione. Gjithashtu, ky është i vetmi vit ku mund të thuhet se BT-ja ka funksionuar dhe si treg kapitali, pasi janë kryer 2 transaksione në obligacionet qeveritare me një vlerë tërësore prej 800 milionë lekësh.⁹

Viti 1997, do të shënohet si viti i problemeve serioze në të gjithë ekonominë shqiptare, ndikuar nga kriza e rëndë politike. Një situatë e tillë do të ndjehej detyrimisht dhe në veprimtarinë e BT-së. Konkretisht, gjatë vitit 1997, për rreth tetë muaj nuk u realizua asnjë transaksion në sesionet e bursës.

Bonot e Privatizimit janë instrumenti tjetër i pranuar juridikisht si objekt tregtimi në BT, por ato nuk u kthyen asnjëherë në objekt real tregtimi dhe nuk

⁸ Id.

⁹ Bursa e Tiranës- "Raporti Vjetor 1996", Tiranë, 1997.

pati asnjë transaksion të kryer në lidhje me to. Në këtë rezultat ndikuan jo vetëm disa nga faktorët e mosfunksionimit të fondeve të investimeve, por edhe skema e papërshtatshme e tregtimit në BT. Në thelb, në sesionet e BT-së nuk ofrohej asgjë karakteristike apo e veçantë, që do ta bënte tregtimin e këtyre bonove më komod apo më të lehtë se ai që kryhej në tregun jozyrtar.

Nga sa u tha më lart, në mënyrë të përmbledhur mund të pohohet se, pavarësisht se BT-ja u krijua dhe u mbështet fillimisht në krijimin e saj, nuk u bë pothuajse asgjë për mbështetjen e mëtejshme, si për futjen e produkteve të reja, ashtu dhe për zhvillimin dhe konsolidimin e atyre ekzistuese. Faktorët kryesorë jo favorizues për këtë zhvillim të BT-së janë:

Qëndrueshmëria politike

Ky faktor mund të konsiderohet dhe si më i rëndësishëm, sepse ndryshimet demokratike në vendin tonë janë karakterizuar nga një rrezik dhe mungesë e theksuar e qëndrueshmërisë politike. Duke përmbledhur të gjitha llojet e zgjedhjeve dhe të votimeve që janë bërë në Shqipëri gjatë kësaj periudhe, rezulton se është shkuar para kutive të votimit 11 herë, ku 2 prej tyre kanë qenë zgjedhje të parakohshme. Një peshë e tillë e faktorit politik, i kuptueshëm, do të ushtronte një trysni të madhe mbi ekonominë, sistemin financiar dhe besueshmërinë përkatëse mbi to. Gjithashtu, klima politike në vend vazhdimisht mbetet e tensionuar midis grupimeve dhe palëve kundërshtarë politike. Ky tension përcillet dhe pasqyrohet, në mënyrë të prekshme, në të gjitha mjediset e tjera jashtë politikës.¹⁰

Kuadri rregullator dhe zbatueshmëria ligjore

Niveli i zbatueshmërisë ligjore në Shqipëri nuk është në nivele të kënaqshme. Pavarësisht se, Shqipëria ka një legjislacion modern dhe të tipit perëndimor, përvoja e deritanishme dhe jeta e përditshme është tregues i qartë se zbatueshmëria e ligjit në përgjithësi është e dobët. Kjo vjen kryesisht nga:

- Mosha relativisht e re e institucioneve të zbatimit të ligjit dhe rimodelimi i tyre tërësor, në përgjigje të sistemit të ri politik, ekonomik dhe social në vend;
- Dobësia e strukturave funksionale të tyre;
- Kuadri ligjor disa herë kontradiktor dhe mungesa e përcaktimit të qartë të kompetencave midis institucioneve;
- Mungesa e një modeli të qenësishëm e të qëndrueshëm, mbi të cilin të mund të ngrihen dhe formatohen këto institucione. Pjesërisht, kjo vjen nga

¹⁰ IMF - "Albania: Financial System Stability Assessment, including Reports on the Observance of Standards and Codes on the Following Topics: Banking Supervision and Payment System Series: Country Report no.05/274", August, 2005.

trashëgimia e dobët institucionale në vend, por dhe nga mungesa e referimit drejt një boshti apo modeli unik institucional ndërkombëtar. Modelimi i institucioneve dhe strukturave përbërëse të tyre ndjekin, në jo më pak raste, modele të shteteve të ndryshme, sipas llojit dhe shtetësisë së asistencës së huaj të ofruar, duke krijuar mungesën e koordinimit, mospërputhjes dhe nivelit të ulët të bashkëveprimit dhe rakordimit ndërinstitucional;

- Qarkullimi disi i shpeshtë i stafit profesional, në përgjigje të ndryshimeve respektive politike në qeverinë qendrore;
- Nivel i dobët i kulturës së dhënies dhe marrjes së informacionit ligjor;
- Prania e një sistemi inefficent gjyqësor, që i zgjidh mosmarrëveshjet midis palëve ngadalë.

Mjedisi ekonomik

Mjedisi ekonomik i Shqipërisë është një grup i mpleksur faktorësh dhe inefficiencash që e bëjnë të vështirë funksionimin normal të tregut të letrave me vlerë në vend. Faktor kryesor mund të cilësohet madhësia modeste e ekonomisë sonë kombëtare, ku deri në fund të vitit 2007, PPB i vendit arriti në shifrën 9,14 miliard USD, ose 2.855 USD për frymë. Në Shqipëri ka një popullsi prej rreth 3,2 milion banorë dhe praktikisht vendi ynë përbën një ekonomi të vogël. Faktor tjetër mund të konsiderojmë edhe *mungesën e vizionit dhe të strategjisë globale të zhvillimit ekonomik*.

Mosfunksionimi praktik i BT-së gjatë dhjetëvjeçarit të fundit, me përjashtim të tre viteve të para, kur ajo funksiononte si një treg i pastër paraje dhe platforme tregtimi për bonot e thesarit, gjykoj se nuk është i lidhur thelbësisht me faktorë të brendshëm të kuadrit të mangët të organizimit të saj institucional apo mungesës së njohurive të posaçme për menaxhimin efektiv të saj nga pikëpamja tregtare. Përkundrazi, janë pikërisht faktorët e jashtëm ata që kanë plazmuar bllokimin që në embrion të funksionimit, qoftë dhe modest, të bursës së letrave me vlerë në Shqipëri.

Padyshim që faktori më i rëndësishëm dhe më me ndikim është mungesa e një strategjie kombëtare afatgjatë për zhvillimin ekonomik të vendit dhe për zhvillimin e sistemit financiar në veçanti. Faktikisht, nga qeveria është miratuar dhe promovuar Strategjia Kombëtare e Zhvillimit Ekonomik dhe Social (SKZHES), strategji kjo që në thelb ka një plan të zgjeruar dhe ndër dikasterial pune, e trupëzuar në një matricë komplekse kohore dhe përgjegjësish, por vizioni i kësaj strategjie nuk ka si përbërëse të tij vendosjen e zhvillimit ekonomik mbi një sistem modern dhe të plotë financiar. Më shumë në këtë strategji theksohet nevoja për thellimin e reformave të tranzicionit dhe përsheptimin e procesit reformues, ku si pjesë e këtij të fundit gjykohet dhe konsolidimi i reformave në sistemin financiar.

Mundësitë për zhvillimin e bursës së kapitaleve dhe letrave të tjera në Shqipëri

Përpara se të përcaktohet rruga më e mirë e mundshme për zhvillimin e bursës së kapitaleve dhe të letrave të tjera me vlerë në Shqipëri, do të ishte me shumë vlerë analizimi i të gjitha alternativave të mundshme që ekzistojnë për zhvillimin e saj në vend. Këto mundësi janë si më poshtë:

Zhvillimi i vetvetishëm i tregut të letrave me vlerë

Ky është realiteti aktual në të cilin gjendet dhe është lënë BT-ja prej shumë vitesh. Ky model në vetvete nuk përmban ndonjë element zhvillimi tregu real kapitalesh apo letrash të tjera me vlerë. Në këtë rast, ashtu sikundër dhe në realitetin e sotëm, BT-ja mbetet një institucion vegjetues, pa rol në ekonomi e pa vlerë të shtuar për biznesin shqiptar. Sipas këtij opsioni, i lihet tërësisht në dorë interesit spontan të bizneseve shqiptare për të kërkuar listim të letrave të tyre me vlerë, pavarësisht se në realitet ka pak gjasa që të jetë pikërisht biznesi privat ai që do të ndërmarrë i pari hapin e listimit të aksioneve në BT. Qëndrimi mbizotërues i biznesit privat është shmangia e rrezikut të hedhjes së hapit të parë drejt listimit nga vetë ky biznes dhe pritja për ofrimin nga ana e qeverisë të paketës së aksioneve të ndonjë shoqërie aksionere shtetërore.¹¹

Nëse do të ndiqet kjo rrugë, e ardhmja e BT-së është e pasigurtë dhe me mundësi shumë të madhe për t'u mbyllur, si një institucion jo eficient. Mbyllja e BT-së do të përbente një njollë të errët në sistemin financiar shqiptar dhe do të jepte një sinjal negativ për gjithë ekonominë shqiptare.

Treg ndërinstitucional i ndërmjetësve financiarë

Sipas këtij opsioni, ndërmjetësit financiarë, bankat, *brokerat* dhe tregtarët e letrave me vlerë mund të tregtojnë midis njëri-tjetrit, duke përdorur një sistem elektronik, telematik e duke krijuar kështu një platformë tregtimi ndër-institucionale, të ngjashme me platformat REUTERS, BLOOMBERG, ose GLOBEX.

Mund të mendohet se dalja në skenë e rrjeteve elektronike të komunikimit ndërkufitar mund të zbehë dhe nxjerrë jashtë loje rolin e bursave kombëtare. Megjithatë, kjo ka pak gjasa, pasi këto rrjete funksionojnë jashtë bursave kombëtare. Hyrja në tregjet kombëtare nëpërmjet këtyre rrjeteve apo bursave të automatizuara në distancë kontrollohet nga secili treg, me shumë kujdes dhe rast pas rasti. Edhe tregjet më të hapura, si ato në SHBA, vendosin kufizime të rrepta mbi anëtarësimin në distancë apo për krijimin e bursave brenda juridiksionit të tyre.

¹¹ Bursa e Tiranës: "Strategjia e zhvillimit të Bursës së Tiranës si treg letrash me vlerë", shtator, 2011.

Treg jozyrtar i tipit “mbi-banak” jashtë juridiksionit të një burse të organizuar

Sipas këtij opsioni, do të funksiononte një treg jozyrtar, i tipit “mbi-banak”, shumë i ngjashëm me tregun e lirë të shkëmbimit valutor. Gjithsesi, ky do të ishte një treg “jashtë tregut”, krejtësisht i parregulluar, jo transparent, që nuk i jep asnjë besueshmëri apo garanci për investitorët dhe emetuesit. Ky do të ishte një treg informal dhe abuziv, me jo pak kosto politike dhe ekonomike për Qeverinë Shqiptare dhe frymën institucionale që duhet të promovohet në ekonominë kombëtare.

Bursa e Tiranës bëhet Degë e një Burse më të Zhvilluar në Rajon

Bursa të tilla si ajo e Athinës, Lubjanës apo e Zagrebit janë bursa të zhvilluara dhe mund të ofrojnë një platformë tregtimi, pastrimi dhe rregullimi llogarish për letrat shqiptare me vlerë. Ndër avantazhet kryesore të këtij opsioni do të ishin: likuiditeti më i madh, krahasuar me opsionin e një burse kombëtare shqiptare, efeciencë më të lartë të përpunimit të të dhënave e për rrjedhojë, kosto më të ulëta për pjesëmarrësit e tregut, të kombinuara me një transparencë më të madhe, veçanërisht në kuptimin e një zbulimi real të çmimeve të letrave me vlerë.¹²

Argumenti, ose avantazhi i likuiditetit nuk është i realizueshëm, të paktën në një periudhë afatshkurtër, sepse, minimalisht investitorëve në Bursën e Athinës apo të Milanos u duhet kohë të informohen mbi letrat shqiptare me vlerë dhe të kuptojnë rreziqet dhe fitimet përkatëse që lidhen me to. Në periudhën afatshkurtër, pjesa dërrmuese e letrave shqiptare me vlerë kanë pak gjasa të tërheqin ndonjë kërkesë të madhe nga ana e investitorëve të huaj. Gjithashtu, kërkesa për këto letra me vlerë do të kufizohet thuajse krejtësisht tek investitorët shqiptarë.

Një problem tjetër është ai i përshtatjes së legjislacionit shqiptar të letrave me vlerë dhe rregulloreve e praktikave të BT-së me kuadrin ligjor të këtyre bursave të huaja, me të cilat ajo mund të lidhet. Një fakt i tillë mund të sjellë vendosjen e kriterëve më të rrepta, p.sh lidhur me përgatitjen e prospektit dhe detyrimet për informim të emetuesve, krahasuar me kriteret e zbutura, që do të vendoseshin fillimisht nga BT-ja, për të nxitur emetuesit shqiptarë të listoheshin në të.

Edhe nëse rregullat e BT-së, do të përputheshin me ato të një burse të huaj dhe nëse emetuesit e mundshëm arrijnë t'i përmbushin standardët e kësaj të fundit, nuk është e sigurtë nëse ndonjë subjekt në ndonjë vend jashtë Shqipërisë do të kishte ndonjë interes real për të përmbushur dhe mbështetur nevojat e pjesëmarrësve nga një treg i vogël, me interes jo të madh strategjik. Në këtë rast, bursa e huaj do të kërkonte të vendoste komisione më të larta për ta listuar këtë emetues e për

¹² Id.

rrjedhojë, të eklipsonte tërësisht një nga qëllimet dhe përfitimet kryesore të këtij opsioni.

Bursa e Tiranës mund të bashkohet me një Bursë Rajonale Ballkanike

Opsion tjetër për zhvillimin e bursës së kapitaleve në Shqipëri do të ishte që të pritej derisa të themelohej një bursë rajonale ballkanike. Në këtë bursë mund të inkuadroheshin Bursa e Lubjanës, Bursa e Zagrebit, Bursa e Maqedonisë, Bursa e Beogradit si dhe Bursa e Tiranës. Vlen të theksohet se kjo mundësi po diskutohet në nivele qeveritare dhe jo rrallëherë sugjerohet si mundësi dhe nga institucionet ndërkombëtare.

Efektivisht, kjo është një mundësi tërheqëse në disa aspekte, por fatkeqësisht, gjykoj se do të mbetet si mundësi teorike, për një kohë të pacaktuar, për faktin se Ballkani ende nuk është stabilizuar politikisht në një nivel të tillë, që të mundësojë një zhvillim të avancuar lirie shkëmbimesh tregtare, ekonomike dhe njerëzore e aq më pak të pretendohet për krijimin e shpejtë të një platforme të përbashkët tregtimi për letrat me vlerë të shteteve të ndryshme.¹³

Zhvillimi i Bursës së Tiranës

Një mundësi tjetër është sigurimi i vijueshmërisë së zhvillimit të tregut të kapitaleve bazuar në zhvillimin e BT-së. Kjo mundësi siguron disa avantazhe kundrejt mundësive të mësipërme, si:

- Mbrojtjen më të mirë të interesave kombëtare. Ajo mund t'u shërbejë më mirë emetuesve vendas, përfshirë këtu dhe qeverinë qendrore dhe vendore, si dhe investuesve për të mobilizuar kapitalet e tyre.
- BT-ja aktualisht është një institucion i ngritur, ka një status ligjor, staf punonjësish si dhe është i vetmi treg i licencuar letrash me vlerë në Shqipëri. Për rrjedhojë, mund të thuhet që Bursa e Tiranës përfaqëson qartësisht mundësinë më të shpejtë për ngritjen dhe funksionimin e tregut të kapitaleve në Shqipëri.
- BT-ja ofron mundësinë e një tregu të rregulluar, nga ana juridike e institucionale, në ndryshim të thellë nga zgjidhja e bazuar vetëm në një “treg-mbi-banak”. Prania e një tregu zyrtar, të ngritur siç duhet dhe me të gjithë parametrat dhe të mbikëqyruar me efektivitet nga AMF minimizon rreziqet e skandaleve dhe kolapsin e besimit të investuesve, lidhur me frikën e ripërsëritjes së skandalit të skemave informale të huamarrjes të vitit 1997.
- Ka gjasa që emetuesit dhe investuesit vendas të jenë më të gatshëm të përdorin shërbimet e tregut shqiptar të kapitaleve, sesa ato të një burse të

¹³ Id.

huaj. Në këto kushte, do të mund të kufizohej disi rreziku i eksportimit të kapitalit shqiptar jashtë vendit, në një kohë kur Shqipërisë i nevojitet një fluks i qëndrueshëm investimesh të huaja dhe jo emigrim i kapitalit vendas.

- Sistemi financiar i vendit do të mund të zhvillohej në mënyrë më të baraspeshuar, duke u siguruar investuesve dhe njësive ekonomike konkurrencë më të lartë dhe kosto kapitali më të ulët për kryerjen e investimeve afatgjata. Gjithashtu, sistemi financiar do të bëhej më i thellë, pasi në treg do të hynin dhe instrumente të reja të tregut të parasë, të kapitalit dhe të borxhit.
- Në tregun financiar do të rritej pesha ekonomike dhe administruese e skemave afatgjata të kursimeve, si: fondet e pensioneve dhe skemat kolektive të investimeve, si lojtarët kryesorë në tregjet e letrave me vlerë dhe atyre të kapitaleve.
- Do të mund të krijoheshin mundësitë për futjen e investuesve ndërkombëtarë të portofolit në Shqipëri. Kjo do të sillte një fluks të ri kapitali në vend si dhe një vlerësim, sipas parimeve të tregut, të bizneseve shqiptare të kuotuar në bursë.
- Me kalimin e kohës, BT mund të ofrojë mundësi për krijimin e një segmenti të veçantë për listimin e shoqërive shqiptare me kapitalizim të vogël tregu. Pa BT këto shoqëri rrezikojnë të mos përdorin shërbimet dhe lehtësitë që u ofron tregu i kapitaleve.
- Zhvillimi i BT-së do t'i mundësojë stafit të BT-së dhe AMF-së të fitojnë përvojë të vlefshme, për funksionimin dhe rregullimin e tregut të kapitaleve në tërësi. Përveç përfitimeve që ka tregu shqiptar, ky fakt do të forcojë pozitën negociuese të Shqipërisë, kur të fillojnë përpjekjet për t'u lidhur dhe bashkuar me bursat e tjera. Opsioni i zhvillimit të BT-së i le të hapura mundësitë për krijimin e këtyre lidhjeve.

Për sa i përket më lart, konkludohet se, aktualisht Shqipërisë i nevojitet bursa e kapitaleve. Ky është një konkluzion tashmë i nxjerrë nga të gjitha tryezat e diskutimeve dhe debateve, të zhvilluara brenda dhe jashtë Shqipërisë.

Qendra e Regjistrimit të Aksioneve

Qendra e Regjistrimit të Aksioneve (QRA) u krijua në 23.03.1996, mbi bazën e Vendimit të Këshillit të Ministrave nr.112, datë 19/02/1996, si një shoqëri aksionere ku shteti, i përfaqësuar nga Ministri i Ekonomisë Publike dhe i Privatizimit, ishte i vetmi aksioner në të.

Ajo u krijua si pjesë e Programit të Privatizimit Masiv (PPM) në Shqipëri, si rezultat i të cilit u krijuan rreth 100 shoqëri aksionere e për rrjedhojë, lindi nevoja

e ngritjes së një institucioni të specializuar, që do të shërbente për të mbajtur regjistrat e aksionerëve të këtyre shoqërive të sapo privatizuara.

Shërbimet kryesore që synoi dhe që aktualisht ofron QRA janë:

- mbajtja e regjistrave të aksionerëve të shoqërive, si në letër ashtu edhe në database;
- përditësimi i vazhdueshëm i këtyre regjistrave pas kryerjes së transaksioneve;
- mbikëqyrja e vazhdueshme mbi sasinë e aksioneve në qarkullim;
- ruajtja e informacionit konfidencial të emetuesit dhe të aksionerit;
- thirrja e asamblesë së përgjithshme të aksionerëve të shoqërisë;
- lëshimi i konfirmimeve mbi numrin e aksioneve të zotëruara nga aksionerët.

Nga 100 shoqëri aksionere të lindura nga Procesi i Privatizimit Masiv, vetëm 81 prej tyre kanë detyrimin ligjor të mbajnë regjistrat e tyre të aksioneve pranë QRA-së. Aktualisht vetëm 48 nga këto shoqëri kanë zbatuar ligjin. Si pasojë, QRA-ja ka të hapura aktualisht rreth 7.500 llogari aksionerësh. Vëllimi i transaksioneve në aksione ka qenë i konsiderueshëm, veçanërisht gjatë 3-4 viteve të para të veprimtarisë së QRA-së, me një mesatare prej 35.000 aksionesh të transferuara në muaj. Duhet theksuar se QRA-ja deri më sot shërben si stacioni i fundit i një tregu “mbi banak” jozyrtar për tregtimin e aksioneve në Shqipëri.

Ndërmjetësit e specializuar në Bursën e Tiranës

Ndërmjetësit e specializuar i kanë fillesat e tyre që me hapjen zyrtare të Bursës së Tiranës. Në këtë pozicion, fillimisht shërbyen:

- Bankat e nivelit të dytë: Banka e Kursimeve, Banka Kombëtare Tregtare, Banka Italo-Shqiptare dhe Banka Tregtare Agrare,
- Banka e Shqipërisë,
- INSIG si dhe
- dy individë privatë, që synonin shitblerjen e bonove të privatizimit.

Veçantia e tyre ishte se ato nuk ofruan asnjëherë shërbime ndërmjetësimi për të tretet (brokerim), por kryen transaksione vetëm për llogari të tyre në bono thesari dhe në obligacione qeveritare. Në vitin 2001 krijohet shoqëria e parë private *broker-dealer* për letrat me vlerë “Ballkan-Group”. Lindja e shoqërive private të brokerimit erdhi si përgjigje e përpjekjeve të vazhdueshme të Bankës së Shqipërisë dhe Ministrisë së Financave për shkëputjen e Departamentit të Bursës së Tiranës nga BSH dhe themelimin e saj si shoqëri anonime.