

*Мр Милош Јанковић,
председник Савезне комисије за хартије
од вредности и финансијско тржиште*

Реформа тржишта хартија од вредности - циљеви и принципи регулације-

У овом раду разматрају се основне карактеристике савремених тржишта хартија од вредности, резултати десетогодишњег развоја тржишта хартија од вредности у Југославији и констатују основни проблеми с којима се тај развој суочава. Такође, дају се основна одређења везана за место финансијског тржишта у финансијском систему земље, нови модел тржишта хартија од вредности, циљеви и принципи регулације и основе нормативно-правног регулисања тржишта хартија од вредности у Југославији. На крају, дају се, у најкраћем, правци операционализације назначене стратегије.

I Савремена тржишта хартија од вредности

Савремена тржишта хартија од вредности су у последњих тридесетак година доживела огромне промене - развој, буре, вртлоге и кризе. Готово свакодневно рађају се нови облици финансијских инструмената, усавршава информациона технологија и телекомуникациони системи, руше баријере националних тржишта што утиче да свет савремених тржишта хартија од вредности постане задивљујућа, чаробна, динамична и турбулентна област. Све те промене тесно тангирају пословање савремених компанија и банака, при чему су и оне у одређеним ситуацијама често иницијатори истих.

Савремена тржишта хартија од вредности у свету су најдинамичнија област светске привреде. Њихова динамичност је резултат: 1) њихове континуелности; 2)

интернационализације и глобализације; 3) сталних иновација; 4) регулаторних реформи тржишта хартија од вредности и 5) конвергенције модела тржишта хартија од вредности.

1) *Конинуелности* тржишта хартија од вредности подразумева да се процес трговине хартијама од вредности обавља током целог радног дана, све док се врши упаривање и извршавање налога клијената. Поред тога, омогућено је трговање на системима за трговање широм света, тако да се може рећи да се трговина хартијама од вредности обавља 24 сата дневно. На тај начин учесницима на тржиштима хартија од вредности се нуди већи број могућности за прикупљање слободних финансијских средстава, не само у границама своје националне привреде, већ у целом свету, и то повезивање скоро у секунди. Проблем је, међутим, обезбеђење заштите од преношења финансијских шокова - пожара на друге земље и регионе.

2) *Интернационализација и глобализација* светског тржишта значи повезивање националних тржишта хартија од вредности у једно, светско (међународно) тржиште, услед ниских баријера за улазак на национална тржишта и развоја информационе технологије - примене и развоја електронске трговине хартијама од вредности. Формирање алијансе осам европских берзи и јединствених европских тржишних индекса представља илустрацију тог процеса.

3) *Сталне иновације* - појава нових финансијских производа - хартија од вредности, као и нових стратегија заснованих на њиховом коришћењу представљају нове изазове на тржишту хартија од вредности, како за његове учеснике, тако и за регулаторне органе.

4) Динамичност тржишта хартија од вредности изазива сталну потребу *регулаторних реформи* које су превасходно у функцији очувања интегритета тржишта. Појава финансијских криза које се преносе широм света представљају додатни фактор прилагођавања регулативе процесима на тржишту хартија од вредности.

5) Савремена тржишта хартија од вредности карактериште и *конвергенција два модела тржишта* хартија од вредности - англосаксонског (у коме на тржишту доминирају класични берзански посредници, а банке врше искључиво услуге комерцијалног банкарства) и континенталног модела (у коме је заступљен универзални концепт банака - инвестиционе и комерцијалне активности се обављају истовремено) - у правцу стварања мешовитог модела тржишта хартија од вредности које карактерише монополизација и конкурентност између банака и берзанских посредника.

II Досадашњи развој тржишта хартија од вредности у СРЈ - ограничења, резултати и проблеми

Тржиште хартија од вредности у свету је све значајнији извор финансирања *предузећа*. Предузећа у САД 70% својих финансијских потреба решавају на тржишту новца и капитала. Интерно генерисана акумулација предузећа, по правилу, није довољна за обезбеђивање раста и развоја предузећа. Три су извора екстерног

финансирања предузећа: државни буџет, банкарски систем и тржиште хартија од вредности. При томе, тржиште хартија од вредности је интеграциони фактор свих екстерних извора финансирања; друго, његов значај у финансирању предузећа добија већи значај у односу на друге спољне изворе финансирања и треће, оно је транспарентно и за емитенте и за инвеститоре јер је праћено транспарентним финансијским извештавањем и поштовањем међународних рачуноводствених и ревизорских стандарда.

Почетком деведесетих година, међу првим земљама у транзицији, Југославија је успоставила институционални оквир за формирање и рад тржишта хартија од вредности. Средином деведесетих година уследиле су промене институционалне регулативе, у циљу осавремењавања функционисања тржишта хартија од вредности, његовог детаљнијег регулисања и стварања услова за даљи развој.

Развој тржишта хартија од вредности био је спутан бројним *ограничењима* међу којима су најзначајнија:

- санкције дела међународне заједнице које су кулминирале НАТО агресијом на нашу земљу са огромним негативним последицама на одвијање привредних активности и положај становништва;

- успорени процес својинске трансформације;

- инфлаторни притисци,

- недовољна санираност банкарског система и одсуство поверења становништва у банкарски систем;

- пораст међусобних дугова и потраживања;

- бекство приватног капитала у иностранство, и др.

Може се *оценивати* да је у том периоду тржиште хартија од вредности показало своју виталност, односно не само прележало "дечје болести", већ је остварило развој иако под сталним притиском санкција, укључујући и ратна разарања, ране и трауме. Имајући све то у виду, укупни резултати у развоју тржишта хартија од вредности се могу оценити позитивним. Најважнија је чињеница да се од оснивања тржишта хартија од вредности у континуитету вршила трансферна и алокативна функција тржишта, са његовим основним финансијским инструментима. Промет на тржишту хартија од вредности био је континуелан и растао је из године у годину. У основи, у првих десет година његовог постојања остварени су следећи *резултати*:

1) На подручју *емисије* хартија од вредности:

- Емитован је значајан износ дугорочних финансијских инструмената - акција (5,9 милијарди ДЕМ, укључујући и простор бивше Југославије), као и хартија деноминираних у страниј валути (1,2 милијарди ДЕМ);

- Емитоване су краткорочне хартије од вредности у износу од 8,5 милијарди ДЕМ;

- На становништво је алоцирано, у поступку приватизације, преко 1 милијарду ДЕМ;

- Донети су прописи о секјуритизацији девизних уштеда ставновништва у вредности од 6,6 милијарди ДЕМ.

2) На подручју *институционалне тржишне структуре*:

- Основане су две берзе - Београдска берза и Монтенегро берза;
 - На тржишту послује 45 берзанских посредника;
 - 5 банака има дозволу за пословање на финансијској берзи;
 - формирана је Савезна комисија за хартије од вредности и финансијско тржиште као регулаторно тело на тржишту хартија од вредности.

3) На подручју *регулације*:

Савезним законима регулисана су питања емисије и трговине хартијама од вредности, функције берзи и берзанских посредника, створен је регулаторни орган (Комисија) и донета транспарентна правила пословања и понашања учесника на тржишту.

Поред тога, активирани су процеси едукације учесника на тржишту хартија од вредности, а тржиште је током развоја остварило интерактиван однос са другим елементима транзиционих процеса у економском и финансијском систему.

Савезна комисија за хартије од вредности и финансијско тржиште као државна институција надлежна за тржиште хартија од вредности је од свог оснивања у потпуности вршила све улоге на основу овлашћења из закона. Она је остваривала своју *регулаторну* улогу - доношењем Правилника о обезбеђивању услова за функционисање финансијског тржишта и сталним утврђивањем ставова и мишљења на бројна отворена питања, *надзорну* улогу - контролом берзи и берзанских посредника и других учесника на тржишту хартија од вредности (документарном и непосредном контролом на лицу места), *развојну* улогу - израдом различитих научно-истраживачких пројеката чији је крајњи резултат Стратегија развоја тржишта хартија од вредности, на чијој је основи финализирана израда нове регулативе у области тржишта хартија од вредности, и на крају, своју *едукативну* улогу - организовањем обуке и лиценцирањем брокера (Комисија је до сада дала лиценце за 333 брокера за трговину хартијама од вредности), организовањем Школе за хартије од вредности са Удружењем банака Југославије, бројним саветовањима и сл.

У досадашњем развоју тржишта хартија од вредности нису искоришћени сви потенцијали које оно може имати на развој укупног привредног система и јачање мотивације за улагање привреде и становништва. Недовољна ефикасност тржишта хартија од вредности у том погледу, у првом реду, резултат је наведених ограничавајућих фактора, али и проблема у његовом функционисању који проистичу из недовољног поштовања и неадекватности постојеће регулативе, као и других фактора. Југословенско тржиште хартија од вредности *карактеристично*:

- одсуство дугорочних хартија од вредности дужничког карактера (обвезница), а нарочито својинског карактера (акција);

- тржишна структура је недовољна, с обзиром да недостају инвестициони фондови и инфраструктурне организације тржишта хартија од вредности (централни регистар, клириншка кућа, инвестициони саветници итд.);

- не постоји интегрално, већ сегментирано тржиште хартија од вредности које је и недовољно транспарентно,

- не постоји секундарна трговина емитованим финансијским инструментима;

- одсуствују сложеније операције НБЈ на отвореном тржишту;

- фискална решења су недовољно стимулативна, и др.

Постојећа регулатива ограничавајуће делује на развој тржишта хартија од вредности. Поред тога, проблеми у функционисању тржишта хартија од вредности захтевају да се изврши свеобухватна реформа тржишта хартија од вредности.

III Правци даљег развоја тржишта хартија од вредности

Даљи развој тржишта хартија од вредности у СР Југославији треба да обезбеди:

1. Стварање *интегралног и транспарентног* тржишта хартија од вредности, са динамичним развојем свих његових сегмената - а нарочито утврђених циљних сегмената,

2. Обезбеђење *стабилних институција и учесника* на тржишту хартија од вредности, адекватно капитализованих и са високим нивоом професионалне одговорности,

3. Стабилно финансирање *предузећа* путем докапитализације или задуживања, могућност њихове тржишне капитализације односно вредновања, ефикасно корпоративно управљање власника и привлачење иностраних извора финансирања на страном финансијском тржишту,

4. *Заштити интереса инвеститора*, посебно становништва, креирање колективних облика инвестирања у циљу диверзификације ризика и повећавања приноса од улагања, као и општег подизања поверења у тржиште хартија од вредности,

5. Регуларно *напоуњавање државе* на тржишту хартија од вредности као емитента, али и као управљача портфолиом финансијских инструмената којима располаже, посебно из процеса приватизације,

6. Јачање контролне функције државе у овој фази развоја тржишта хартија од вредности, односно *јачање функције Комисије* као регулаторног органа на тржишту.

Кључне промене које треба извршити у циљу обезбеђивање ових захтева односе се на мењање улоге постојећих *учесника* на тржишту хартија од вредности:

1. *банака;*

2. *предузећа;*

3. *берзанских посредника;*

4. *државе.*

1. *Банке* би требало да добију значајну улогу на тржишту хартија од вредности, с обзиром на расположиви потенцијал и савремене трендове на тржишту хар-

тија од вредности. Потребно је применити концепт универзалног банкарства по коме би се банке на тржишту хартија од вредности појављивале у својству:

а) емитената хартија од вредности на новчаном тржишту (благајнички записи, сертификати о депозиту) и тржишту капитала (акције, дугорочне обвезнице и др.);

б) берзанских посредника (директно или оснивањем берзанских посредника);

ц) инвестиционих саветника који пружају инвестициони консалтинг предузећима (консултанти, гаранти емисије и др.) и инвестициони консалтинг инвеститорима - посебно у процесу својинске трансформације (процена вредности капитала, тражење стратешког партнера, формулисање проспекта, улога шалтера, депо послови) и др.;

д) портфолио менаџера (старатеља хартија од вредности) како за управљање портфолиом инвеститора, тако и за управљање сопственим трговачким и инвестиционим портфолиом.

Поред тога, банке би требало да организују колективне облике инвестирања - инвестиционе фондове, развијају нове финансијске инструменте, врше едукативну функцију у односу на становништво и обављају друге послове који су примерени универзалним банкама.

2. Требало би значајно променити улогу *предузећа* на тржишту хартија од вредности. Два су стимуланса за обезбеђивање овог захтева:

1) својинска трансформација као кључна полуга развоја тржишта хартија од вредности, као и

2) потреба за екстерним финансирањем преко тржишта хартија од вредности.

1) *Својинска трансформација* има три основна утицаја на развој тржишта хартија од вредности: прво, предузећа се трансформишу у друштва капитала, односно акционарска друштва; друго, повећава се обим акција, што делује на снажење капитализације тржишта капитала; треће, са развојем тржишта капитала ствара се корпоративна контрола, као снажно средство ситимулисања менаџерских структура у предузећима да инсистирају на повећању ефикасности предузећа.

У циљу тржишног валоризовања акција из својинске трансформације, потребно је отклонити постојећа ограничења промета по основу самог закона (законско право прече куповине) или/и статута и уговора о куповини акција.

Потребно је убрзати процес приватизације малих и средњих предузећа што је значајно, поред осталог, и за јачање поверења инвеститора и за јачање тржишта хартија од вредности.

Тржишна инфраструктура за својинску трансформацију мора бити до краја изграђена. У том циљу, потребно је формирати Централни регистар хартија од вредности, а Акцијски фонд и Развојни фонд конституисати као акционарска друштва са статусом институционалног инвеститора, у складу са донетим прописима и законима који су у припреми.

2) У циљу остваривања захтева обнове и развоја након НАТО агресије, односно подизања ефикасности производње и модернизације привреде у постпривати-

зационом периоду, тржиште хартија од вредности, заједно са банкама и другим кредитним институцијама, треба да обезбеди неинфлаторно финансирање развоја.

У оквиру сектора предузећа потребно је механизмом хартија од вредности ангажовати средства са новчаног тржишта и тржишта капитала преко докапитализације и задуживања, у зависности од изабраног *оптималног модела екстерног финансирања*. Предузећа би, поред мобилизације средстава других сектора (држава, становништво, спољни сектор), требало да врше мобилизацију и средстава предузећа са бољим перформансама, преко разних облика докапитализације и интеграције, у циљу развоја профитабилних програма. Поред тога, потребно је стимулисати улагања приватних предузетника и формирање малих и средњих предузећа на акционарској основи.

Овај процес ће обогатити и проширити структуру хартија од вредности која предузећа емитију у циљу прикупљања средстава. Поред постојећих инструмената новчаног тржишта (комерцијални записи, краткорочне обвезнице) који су у нашој пракси заживели јер су омогућавали побољшање ликвидности предузећа (у периоду 1995-1999 предузећа су емитовала краткорочне хартије од вредности у износу од око 3 милијарде ДЕМ), потребно је обогатити структуру хартија предузећа емитовањем дугорочних дужничких хартија - општих неосигураних обвезница које се исплаћују из прихода, хипотекарних обвезница са залогом из имовине или прихода и др. Приходне обвезнице могу емитовати локални органи власти у циљу финансирања појединих пројеката или предузећа са осигурањем у приходу који се остварује реализовани пројекат односно предузеће. Предузећа морају бити стално оријентисана на докапитализацију, тражећи оптимални модел докапитализације кроз избор између обичних и приоритетних акција.

С друге стране, активност тржишта хартија од вредности ће стимулисати промену власничке структуре предузећа и јачање акционарства, односно докапитализације предузећа, у правцу концентрације власништва.

Да би се реализовала ова опредељења, потребно је створити услове као што су: упрошћавање процедуре емисије, квалитетнија оцена кредитне способности емитента, адекватан пласман емисије, едукација и др., како би предузећа у већем обиму користила механизме краткорочног и дугорочног финансирања путем тржишта хартија од вредности.

3. Улогу класичних *берзанских посредника* требало би мењати у складу са захтевима развоја тржишта и модерне регулативе тржишта хартија од вредности.

Прво, берзански посредници треба да се оријентишу на трговину финансијским инструментима тржишта капитала (нарочито акцијама из својинске трансформације, обвезницама старе девизне штедње и другим хартијама, нпр. хипотекарним заложницама); друго, да поседују одговарајућу адекватност капитала; треће, да се на тржишту хартија од вредности појављују у функцији маркет мејкера и специјалиста; четврто, да се удружују у саморегулативна тела и да спроводе принципе саморегулативе; пето, да пружају консалтинг инвеститорима у процесу приватизације и реструктурирању предузећа и др.

4. На тржишту хартија од вредности држава ће остваривати све своје улоге, а пре свега:

- а) улогу инвеститора;
- б) улогу емитента на тржишту новца и капитала;
- ц) улогу регулатора (и дерегулатора);
- д) заштитника националних интереса у тржишним условима;
- е) развојну улогу.

Држава би, са аспекта развоја тржишта хартија од вредности, а нарочито ради успеха приватизације, требало да има посебну улогу у едукацији становништва у области тржишта хартија од вредности

IV Циљеви и принципи регулације тржишта хартија од вредности

Тржиште хартија од вредности је *најрегулисаније* тржиште - оно је регулисано законима, међународним стандардима и детаљним правилима рада на тржишту. *Међународна организација комисија за хартије од вредности* (ИОСЦО) усвојила је крајем 1998. године *пир* основна *циља* регулативе тржишта хартија од вредности. Ови циљеви представљају основ за нову регулативу тржишта хартија од вредности у СР Југославији, а то су:

Прво, заштити *инвести* *тора*;

Друго, обезбеђење *пош* *тено* *з*, *ефикасно* *з* и *тран* *парент* *но* *з* *тржи* *шта*, и

Треће, смањење *системско* *з* *ризика*.

Тридесет *и* *пет* *и* *принципа* усвојене међународне регулативе који су формулисани ради остварења ових циљева, сврстани су у осам категорија, и то:

I Принципи који се односе на регулаторни орган:

1. Одговорности регулаторног органа треба да буду јасно и објективно изнесене.
2. Регулаторни орган треба да буде у оперативном смислу самосталан и одговорно да врши своје функције и овлашћења.
3. Регулаторни орган треба да има адекватна овлашћења, сопствена средства и да буде способан за обављање својих функција и спровођење овлашћења.
4. Регулаторни орган треба да усвоји јасне и конзистентне регулаторне процесе.
5. Запослени у регулаторном органу треба да се придржавају највиших професионалних стандарда, укључујући и одговарајуће стандарде поверљивости.

II Принципи саморегулативе:

6. Регулаторни режим треба на адекватан начин да користи Саморегулаторне организације (СРО) које су одговорне за одређени директни надзор у подручјима своје надлежности, у мери која одговара величини и сложености тржишта.

7. СРО треба да буду предмет надзора регулаторног органа и треба да се придржавају стандарда поштености и поверљивости приликом извршавања овлашћења и задатих одговорности.

III Принципи за спровођење регулативе тржишта хартија од вредности:

8. Регулаторни орган треба да има опсежна овлашћења за преглед, истраживање и надзор.

9. Регулаторни орган треба да има велика овлашћења у погледу спровођења регулативе.

10. Регулаторни систем треба да обезбеди ефективно и уверљиво спровођење овлашћења за преглед, истраживање, надзор и спровођење регулативе и реализацију ефективног програма за поштовање стандарда.

IV Принципи за сарадњу на пољу регулативе:

11. Регулаторни орган треба да има овлашћење за размену и јавних и не - јавних информација са домаћим и иностраним партнерима.

12. Регулаторни орган треба да успостави механизме за размену информација који утврђују време и начин на који ће он размењивати информације са својим домаћим и иностраним партнерима.

13. Регулаторни систем треба да обезбеди пружање помоћи иностраним регулаторним органима којима је потребан увид у обављање њихових функција и вршење њихових овлашћења.

V Принципи за емитенте:

14. Мора да постоји потпуно, благовремено и тачно обелодањивање финансијских резултата и других података који су од материјалне важности за одлуке инвеститора.

15. Власнике хартија у компанији треба третирати на поштен и праведан начин.

16. Рачуноводствени и стандарди ревизије треба да буду високог и међународно прихватљивог квалитета.

VI Принципи за колективне инвестиционе шеме:

17. Регулаторни систем треба да утврди стандарде за давање дозвола онима и регулисање оних који желе да тргују или да раде са колективним инвестиционим шемама.

18. Регулаторни систем треба да обезбеди правила која утврђују правну форму и структуру колективних инвестиционих шема и одвајање и заштиту средстава клијената.

19. Регулатива треба да захтева обелодањивање, онако како је утврђено принципима за емитенте, што је потребно за оцену подобности колективне инвестиције.

оне шеме за конкретног инвеститора и за вредност инвеститоровог учешћа у тој шеми.

20. Регулатива треба да обезбеди да постоји одговарајућа и обелодањена база за процену вредности средстава и за одређивање цене и откупа јединица у колективној инвестиционој шеми.

VII Принципи за *тржишне посреднике*:

21. Регулатива треба да обезбеди минималне приступне стандарде за тржишне посреднике.

22. Треба да постоје иницијални и стални капитал и други пруденцијални услови за тржишне посреднике који су одраз ризика у које улазе посредници.

23. Од тржишних посредника треба захтевати да се придржавају стандарда за интерну организацију и оперативно понашање, чији је циљ заштита клијената, обезбеђивање адекватног управљања ризиком, а под чијим управљањем посредник прихвата примарну одговорност за ова питања.

24. Треба да постоје процедуре за решавање пропуста тржишног посредника да би се смањили штета и губитак по инвеститоре и обуздао системски ризик.

VIII Принципи за *секундарно тржиште*:

25. Успостављање система трговања, укључујући и берзе хартија од вредности, треба да буде предмет регулаторних овлашћења и надзора.

26. Треба да постоји стални регулаторни надзор над берзама и системима трговања, који треба да има за циљ да обезбеди одржавање интегритета трговања кроз поштена и правична правила која успостављају одговарајућу равнотежу између захтева различитих учесника на тржишту.

27. Регулатива треба да промовише транспарентност трговања.

28. Регулатива треба да буде конципирана за откривање и спречавање манипулација и других непоштених пракси трговања.

29. Регулатива треба да има за циљ обезбеђивање адекватног регулисања великих изложености, ризика од тоталне доцње у извршавању обавеза и поремећаја на тржишту.

30. Системи за клиринг и салдирање трансакција са хартијама од вредности треба да буду предмет регулаторног надзора и да буду конципирани тако да обезбеђују своју поштеност, ефективност и ефикасност и да смањују системски ризик.

V Нова нормативно-правна основа тржишта хартија од вредности

У циљу даљег развоја тржишта хартија од вредности Комисија је израдила *Стратегију развоја тржишта хартија од вредности у СР Југославији*, у којој је формулисана основа државне политике у овој области и дефинисан национални интерес у развоју тржишта хартија од вредности. Стратегија је представљала основу за припрему

Закона о тржишту хартија од вредности и Закона о инвестиционим фондовима. Полазиште за доношење Стратегије и поменутих закона је изградња савременог тржишта хартија од вредности, по угледу на упоредну праксу развијених земаља и земаља у транзицији, са основним циљем доприноса расту и развоју југословенске привреде и побољшања положаја становништва.

1. *Закон о тржишту хартија од вредности* уредиће, у првом реду, емисију и трговину дугорочним хартијама од вредности, а посебно:

- процедуру емисије, улогу Комисије за хартије од вредности, процедуру примарне и секундарне продаје, као и изузетке од општих правила емисије ових хартија од вредности;

- брзе хартија од вредности, професионалне учеснике на тржишту хартија од вредности; организована слободна тржишта и комуникацију са берзом (ради обезбеђења транспарентности трговања, заштите интереса инвеститора и јединственог утврђивања цена),

- регистровање, чување и пренос власништва хартија од вредности (централни регистар за хартије од вредности, са регистром свих инвеститора - акционара и трансфера акција, клиринг и салдирање),

- недозвољене радње при пословању хартијама од вредности (заштиту инвеститора, односно спречавање злоупотребе повлашћених информација, спекулативних појава, манипулативне праксе, формирање фондова за заштиту инвеститора, стицање значајног или већинског учешћа јавним путем, при чему је наглашена надзорна улога Комисије).

Закон о тржишту хартија од вредности има у виду постојећи степен развијености тржишта хартија од вредности и пружа снажне гаранције за правну сигурност инвеститора у хартије од вредности. Он, такође, омогућава флексибилна регулаторна овлашћења регулаторних и саморегулаторних тела (Комисије и удружења професионалних учесника на тржишту хартија од вредности), како би се брже реаговало на одређене појаве на још недовољно развијеном тржишту хартија од вредности, које ће његов даљи развој наметати.

Посебан сегмент ове регулативе је и регулатива хартија од вредности које гласе на страну валуту, облици везе домаћег и страног финансијског тржишта (котирање на страним берзама акција домаћих предузећа, пословање иностраних инвестиционих фондова, и сл.).

2. *Закон о инвестиционим фондовима*, друштвима за управљање и инвестиционим саветницима регулисаће пословање колективних инвестиционих шема. Овим законом посебно ће се регулисати начин конституисања инвестиционих шема, врста организатора (банке, осигуравајуће организације, друштва за управљање и др.) и његове одговорности, начин прикупљања средстава, обим власничке концентрације у портфолију ових институција, одговорност друштва за управљање, начин утврђивања и обим надокнаде за управљање, итд.

3. Развој тржишта хартија од вредности посебно треба подстаћи и одговарајућим корекцијама *7 других закона* (закона о извршном поступку, закона о стечају,

закона о антимонополском понашању на тржишту, пореског закона и др.), а посебно Закона о својинској трансформацији.

4. Савезна комисија за хартије од вредности и финансијско тржиште, у сарадњи са Савезним министарством за финансије, Народном банком Југославије и другим савезним и републичким органима, радиће на припреми и доношењу *преко 70 подзаконских аката* и других прописа и правила којима се заокружује и омогућује доследно спровођење нове регулативе у области тржишта хартија од вредности.

5. У циљу *операционализације Стратегије развоја тржишта хартија од вредности* неопходно је утврдити посебан програм којим ће се дефинисати *циљна тржишта* хартија од вредности, која би требало посебно развијати ради хармонизације и бржег развоја интегралног тржишта хартија од вредности, и то:

- на новчаном тржишту треба успоставити и развијати међубанкарско тржиште жиро новца, међубанкарско есконтно тржиште и међубанкарско тржиште старог девизног штедња;

- на тржишту капитала потребно је обезбедити функционисање и развој тржишта акција из својинске трансформације, тржишта дугорочних обвезница државе, јавних и других предузећа;

- на хипотекарном тржишту неопходно је омогућити рад и развој инструментата хипотекарног тржишта - обвезница и заложница, хипотекарних банака и формирање Савезне агенције за хипотекарно кредитирање;

- на терминском тржишту треба успоставити и развијати тржиште робно-финансијских деривата.

Ради развоја циљних тржишта формулисаће се посебни пројекти, укључујући и имплементацију кроз израду извођачких пројеката. Такође, потребно је креирати и операционализовати предложене нове финансијске производе адекватне изабраним циљним тржиштима и упоредној светској пракси.

6. У циљу афирмације тржишта хартија од вредности и свеобухватног спровођења наведених циљева и принципа појачаће се активности Комисије на *едукацији* учесника на тржишту, инвеститора и емитената, као и становништва организовањем стручне обуке, округлих столова, штампањем посебних публикација и др.

7. Очекује се да ће развој тржишта хартија од вредности потврдити наведена одређења и тиме, на најбољи могући начин, допринети обнови, развоју и укупним друштвеним реформама у нашој земљи.