

*Др Небојша Јовановић,
доцент Правног факултета
Универзитета у Београду*

Положај надзорне власти у пословању вредносницама код нас и у окружењу

УВОД - Пословање вредносницама подлеже строгом надзору у свакој озбиљној држави, због великих могућности злоупотреба и стварања пометње међу улагачима.¹⁾ Упоредно право познаје два основна система, на који држава организује централни надзор над пословањем вредносницама на својој територији: германски и амерички.

Старији је германски систем, јер је заснован на Закону о берзама Немачке из 1908. године. У њему функцију надзорне власти обавља одговарајуће министарство (обично надлежно за привреду) покрајине, као федералне јединице не-

1. Изразом "вредносница" писац означава хартије од вредности, емитоване у серији, чијом куповином инвеститори (купци) улажу имовинске вредности у одговарајући привредни подухват емитента, али и сва имовинска права, која су подобна за серијску емисију улагачима, иако немају својство хартија од вредности (нпр. удели у инвестиционим фондovima, право пречег стицања /куповине, доделе, замене/ новоemitованих хартија). Иако наведени израз не користе наши закони, писац га сматра примеренијим новим токовима у инвестиционом пословању. Ту се све мање појављују хартије од вредности у физичком (штампаном) облику (на комаду папира, тзв. дематеријализација), тако да оне све више ишчезавају, уступајући место обичним уписима на рачуне улагача. Осим тога, све више престаје законодавно таксативно набрајање врста хартија, које могу да се серијски емитирају (начело *numerus clausus*), како би се подстакла понуда и конкуренција међу емитентима ("произвођачима") на тржишту инвестиција. Вредносница у преводу више одговара енглеском изразу "*security*" или француском изразу "*valeur mobilier*", које све више користе савремена инвестициона права развијених држава.

мачке државе. Осим њега, влада поставља комесара у свакој берзи, као појединачног државног органа, са задатком да стално прати одвијање трговине у њеним просторијама. Због тога овај систем може да се назове комесарским. Комесар нема право да учествује у утврђивању курса, али је овлашћен да прекине трговину у целини или у једном делу, у случају њених поремећаја, ако сама берза то не учини. Има и полицијска овлашћења, јер је, са својом службом, задужен да одржава ред и дисциплину у берзи, као и да кажњава преступнике на лицу места, укључујући и избацивање из просторија берзе или хапшење у тежим случајевима.²⁾ Примењен је још у Аустрији и Јапану,³⁾ а важио је и у праву Краљевине Југославије.

Американци су свој систем надзора уредили Законом о трговини вредносницама 1934. године.⁴⁾ Централна надзорна власт над пословањем вредносницама у земљи поверена је Комисији за вредноснице и берзе (енг. *Securities and Exchange Commission*). Она је јединствена независна институција федерације у систему њене извршне власти, која има јака нормативна, управна и контролна овлашћења.⁵⁾ Преко својих службеника, она има право да контролише на лицу места сваког учесника у пословању вредносницама, кад год хоће, без икакве претходне најаве.⁶⁾ Ако открије код неког учесника (берзе, трговца, заступника, емитента, улагача) незаконитости или друге неправилности има право да предузме одговарајуће мере, како би га натерала да их отклони. Мере се крећу од најблажих (нпр. подука, опомена, мање новчане казне) до најтежих (суспензија, забрана обављања делатности, кривично гоњење). Пошто је у овом систему надзора комисија битан елемент, може да се назове и комисијским системом.

КОМИСИЈСКИ СИСТЕМ - У савременој пракси амерички систем организовања надзора над пословањем вредносницама показао се ефикаснијим. Изгледа да је то због тога што надзорној власти омогућава већу непристрасност у регулисању пословања и појединачном одлучивању, стручније обављање већег обима послова, као и због мањих трошкова које изискује. Његова посебна погодност је што омогућава независност и непристрасност надзорне власти и у односу на државу, као емитента вредносних папира, јер је искуство показало да и она може да злоупотребљава инвестиционо пословање. Тиме се обезбеђује већа сигурност, заштита и поверење улагача. Због тога се проширио на бројне држа-

2. Ристић Иван, "Франкфуртска електронска берза хартија од вредности", Југословенско банкарство, Београд, 1991, бр. 12, с. 53.
3. Јапан је изменама из 1992. г. Закона о вредносницама и берзама из 1948. г. увео Комисију за вредноснице и берзе, али у пракси она још није заживела, тако да и даље њене функције обавља Министарство финансија, по угледу на германски систем (Karihara Osamu, "Recent Developments in the Securities and Exchange Law in Japan", Japanese Banking, Securities and Anti-monopoly Law, by Hiroshy Oda & Geoffrey Grice, London, 1988, с. 80).
4. Енг. Securities Exchange Act (даље у фус нотама: SEA).
5. Marc I. Steinberg, Understanding Securities Law, US, 1996, с. 8; SEA, sec. 4.
6. У праву САД Комисија је обавезна да сваког учесника у пословању вредносницама проконтролише најмање два пута сваке календарске године.

ве, које су до скора имале германски систем. Данас је примењен у Француској, Уједињеном Краљевству, Аустралији, Русији, Пољској, Бугарској, Хрватској, Словенији и код нас.

Права која прихватају амерички систем уређивања надзорне власти, предвиђају да њену функцију обавља специјализована стручна организација, са својством правног лица, која је самостална од државе и независна од учесника у трговини вредносницама, називајући је комисија.⁷⁾ Комисија се успоставља, као и што се њен избор, састав, делокруг и овлашћења уређују законом. Тиме јој се обезбеђује постојаност и самосталност у односу на државне органе, нарочито извршне (нпр. влада, председник државе), који не могу да је укину или измене својим подзаконским актима. Осим тога, тиме јој се омогућава да контролише и саму државу у пословању вредносницама.

ОСОБИНЕ - Комисијски систем организовања надзорне власти се препознаје на основу неколико особина. Оне се тичу правног акта успостављања и уређивања надзорне власти, правног субјективитета, њеног састава, избора, независности, надлежности, финансирања, полагања рачуна и контроле. Особине би требало да се поближе размотре, јер постоје извесне разлике у националним правима.

Први знак препознавања комисијског система је у томе што се комисија, као централна надзорна власт, успоставља и уређује самим *законом*. Закон јој чак одређује и име. То значи да законодавац намеће комисију извршној власти,

7. У Јапану, по законским изменама у 1992, тај орган се зове "Securities and Exchange Commission" (скр. SEC) – Комисија за вредноснице и берзе (Wood Philip, International Loans, Bonds and Securities Regulation, London, 1995, с. 275); у УК "Financial Services Authority" – Власт за финансијске услуге, а донедавно "Securities and Investment Board" – Комисија за ефекте и улагања (Tricia Howse, "Fraud in the Financial Markets - The New Bill", European Financial Services Law, June, 1999, с. 216); у Француској "Commission des operations de bourse" – Комисија за берзанске послове (в. Juglart Michel et Ippolito Benjamin, Traite de droit commercial, tome 7: "Banques et bourses", 3. ed., par. Lucien M. Martin, Monchrestien, 1991, с. 691); у Русији Савезна комисија за тржиште вредносних папира (Закон о вредносницама из 1997, чл. 40; даље у фуснотама: ЗРУС); у Пољској Комисија за вредносне папире (Закон о јавној трговини вредносним папирима и инвестиционим фондовима из 1991, чл. 6, даље: ЗПОЉ); у Мађарској "Hungarian Banking and Capital Market Supervision" – Мађарски надзор за тржиште банака и капитала (Закон о надзору тржишта капитала Мађарске из 1996, чл. 1; даље: ЗМАЂ); у Бугарској "Комисија за хартије од вредности и ефектне берзе" (Закон о вредносним папирима, ефектним берзама и инвестиционим друштвима Бугарске, чл. 5; даље: ЗБУГ); у Словенији "Агенција за трг вредносних папирјев" (Закон о тргу вредносних папирјев из 1999, чл. 289; даље: ЗСЛО); у Хрватској "Комисија за вриједносне папире" (Закон о издавању и промету вредносним папирима из 1995, чл. 4; даље: ЗХРВ); у Аустралији "National Companies and Securities Commission" – Национална комисија за компаније и вредноснице (Ford HAJ, Principles of Modern Company Law, Sidey, 1986, с. 692), а код нас Савезна комисија за хартије од вредности и финансијско тржиште (Уредба о Савезној комисији ..., Сл. лист. СРЈ, 36/95; даље: Уредба). Нацрт нашег новог Закона о тржишту хартија од вредности из септембра 2000. г. (даље: Нацрт), такође, предвиђа Савезну комисију за хартије од вредности (чл. 3).

тако да она нема могућности да је укине, нити да измени њено уређење.⁸⁾ То није могуће ни у оним правима комисијског система, која врховном органу извршне власти (влада, председник) дају одређена овлашћења у односу на комисију (нпр. да бира њене чланове, контролише пословање ...). Наше право, такође, предвиђа комисију, али је не уређује законом, већ једном уредбом Савезне владе. Закон о хартијама од вредности и Закон о берзама помињу само "надлежни савезни орган" или "организацију за организовано тржиште хартија од вредности", као орган надлежан за контролу пословања вредносним папирима односно берзи и берзанских посредника, уопште не уређујући његов положај.⁹⁾

Друга битна особина комисијског система је што је комисија *правно лице*, са седиштем у главном граду.¹⁰⁾ Насупрот њој, органи извршне или управне власти најчешће немају правни субјективитет, већ га "позајмљују" од државе којој припадају. Изузетак је Француска, Русија и Пољска, чија права не признају комисији својство правног лица.¹¹⁾ Наше право га признаје Уредбом о Савезној комисији за хартије од вредности и финансијско тржиште. Тиме се комисији омогућава да има сопствене приходе и пословање, те јој се појачава независност у односу на државу и контролисане субјекте.

Трећа особина је малобројност комисијиног *састава*. Она има само неколико чланова, као и сопствену службу потребну за обављање послова из њеног делокруга. Број чланова је различит: три у Мађарској (председник и два потпредседника), пет у САД, код нас (рачунајући и председника) и у Хрватској (од којих је један председник, а два су му заменици), седам у Бугарској (укључујући председника и потпредседника),¹²⁾ девет у Пољској (рачунајући и председника и два потпредседника) и Словенији (укључујући председника), 11 у Француској (са председником и државним комесаром), а чак 15 у Русији (са председником, два заменика и једним секретаром).¹³⁾ Често законодавства предвиђају друштвене и професионалне кругове из којих се бирају чланови комисије. Обично су то представници битних државних органа (нпр. врховног суда, централне банке, владе ...), привреде (нпр. коморе) и улагача, јер њихове интересе комисија првенствено штити.¹⁴⁾

Број запослених у стручној и техничкој служби комисије може да буде прилично велики (обично неколико стотина људи).¹⁵⁾ Најбитнији услов за чланове комисије је да имају високу стручну спрему одговарајуће струке (правне, економске, менаџерске, финансијске) и вишегодишње искуство у пословању вред-

8. Исто.

9. ЗОХОВ, чл. 68; ЗОБ, чл. 18.

10. SEA, sec. 4; Financial Services Act Британије (даље: FSA), sec. 114, par. 1; ЗМАЂ, чл. 1; ЗБУГ, чл. 6; ЗХРВ, чл. 6; ЗСЛО, чл. 289; Уредба ... СРЈ, чл. 3; Нацрт, чл. 186.

11. Juglart M. et. Ippolito V., *op. cit.*, с. 691; ЗРУС, чл. 40; ЗПОЉ, чл. 6.

12. Нацрт предвиђа да Комисија има председника и шест чланова (чл. 187), што је, можда, непотребно велики број за наше услове.

13. ЗМАЂ, чл. 7; SEA, sec. 4a; Уредба, чл. 5; ЗХРВ, чл. 5; ЗБУГ, чл. 7; ЗПОЉ, чл. 8; ЗРУС, чл. 41.

носницама. Чланови комисије морају да се баве искључиво пословима у комисији, као професионалци. Они не смеју да имају било какав имовински интерес у контролисаним субјектима (нпр. акције или уделе у берзама, берзанским друштвима, емитујућим компанијама), да буду у њима запослени, нити да обављају било коју другу државну или друштвену функцију, која може да утиче на њихову поштеност у обављању послова за комисију. Нешто блажа ограничења важе за чланове њихових породица.¹⁶⁾

Мандат чланова комисије такође је различито уређен у упоредном праву. Обично је пет (наша земља, САД, Бугарска, Словенија) или шест година (Француска, Мађарска, Хрватска), са могућношћу још једног узастопног избора, а ређе и без ограничења броја узастопних мандата (нпр. наша земља).¹⁷⁾

Четврта особина је посебан *начин именовања* чланова Комисије. Ту се разликују три начина именовања, зависно од органа надлежног за именовање. У првом начину законодавни орган бира чланове комисије (нпр. Хрватска).¹⁸⁾ У другом, мешовитом, начину чланове комисије поставља врховни орган извршне власти, али на предлог или уз сагласност законодавног органа (нпр. САД).¹⁹⁾ У трећем начину чланове именује и разрешава врховни орган извршне власти (обично влада или њен председник, нпр. наша земља, Мађарска, Словенија), самостално или на предлог министарства финансија.²⁰⁾ Последњи начин именова-

14. SEA изричито предвиђа да од пет чланова Комисије највише три смеју да буду из исте политичке странке, као и да се сваке године бира по један њен нови члан (sec. 4a). Француску Комисију за берзанске послове чине, осим председника, кога именује влада, и државног комесара, кога именује министар привреде, још девет саветника и представника, које постављају законом предвиђене установе (нпр. државни саветник, саветник касационог суда, члан Савета ефектних берзи, члан Савета рочних тржишта, представник Француске банке...). Посебно је занимљив састав британске Власти за финансијске услуге. Она има председника и управни одбор. Уравни одбор се састоји од председника и чланова, које заједно постављају и смењују министарство за финансије и гувернер Енглеске банке. Чланови управног одбора мора да потичу из два круга лица (професионалаца и улагача), при чему мора да се обезбеди равнотежа њихових интереса у одбору (FSA, Додатак 7, пар. 1).
15. У САД Комисија запошљава више хиљада људи у својим службама.
16. Закон о хартијама од вредности (даље: ЗОХОВ) нејасно предвиђа прилично површна ограничења и неспојивост функција, при чему често није јасно да ли се забране односе на чланове или на запослене, или на обе групе лица (чл. 85 - 89).
17. Уредба, чл. 5; Нацрт, чл. 190; SEA, sec. 4a; ЗБУГ, чл. 7; ЗСЛО, чл. 296; ЗМАЂ, чл. 7; ЗХРВ, чл. 6; Juglart M. et Ippolito B., *op. cit.*, с. 692.
18. ЗХРВ предвиђа да чланове комисије именује Сабор, на предлог председника владе, с тим што председника комисије именује влада између саборски изабраних чланова (чл. 6).
19. SEA предвиђа да председника и чланове комисије именује председник САД, на предлог или уз сагласност Сената, као једног од домова Конгреса (sec. 4).
20. Код нас Савезна влада самостално именује председника и четири члана Комисије (Уредба, чл. 5). Исто правило задржано је у Нацрту (чл. 187). По ЗМАЂ (чл. 7) и ЗПОЉ (чл. 8) чланове именује председник владе на заједнички предлог министра финансија и председника централне банке (чл. 7). По ЗСЛО (чл. 296) и ЗБУГ (чл. 7) чланове именује влада на предлог министра финансија.

ња примењују права, у којим се комисија схвата посебним органом у оквиру извршне власти државе. У њима је самосталност комисије најслабија. Свуда је, ипак, положај чланова комисије, изузетно чврст, јер их након именовања орган, који их је именовао, може да смени само из законом таксативно предвиђених разлога (обично, само осуда за кривично дело, повреда законских ограничења њихових функција и очигледна неспособност за функцију).

Пето обележје комисијског система је чврста *независности* комисије, у оквиру њеног прописаног делокруга. Она је обезбеђена низом мера, почев од општих забрана државних органа (посебно владе и министарства), других тела и лица да утичу на њен рад (уз строго санкционисање тог прекршаја), преко неспојивости функције члана са другим функцијама или пословима, до финансијске самосталности. Осим тога, комисија самостално доноси статут, којим уређује своју организацију.

Шеста особина су широка и *јака овлашћења* у оквиру прописаног делокруга комисије. Комисије су углавном надлежне не само за извршавање (примену) законских правила, већ и за доношење посебних прописа, кад год је то потребно за сређивање стања у пословању вредносницама (регулативна овлашћења). Осим тога, она има и истражна овлашћења, ради проналажења повредилаца прописа о пословању вредносница, као и право да их кажњава или да их гони пред судовима.²¹ У погледу ширине предмета надзора разликују се два система. У првом, класичном, комисија надзире пословање (пре свега трговину) вредносницама. У другом, новијем, систему (нпр. Британија, Мађарска) комисија надзире не само учеснике у пословању вредносницама (нпр. берзе, дилере, брокере), већ и учеснике платног промета (нпр. банке и друге финансијске организације).

Седмо, комисија ужива и *финансијску самосталности*, јер је овлашћена да наплаћује накнаде за услуге које пружа учесницима у пословању вредносницама (нпр. за издавање дозвола за рад берзе или трговцима, за емисију и друго). Накнаде се наплаћују по тарифи, коју комисија доноси и објављује, уз сагласност врховног извршног органа. Вишак остварених прихода улази у буџет државе, а мањак у односу на расходе држава је дужна да покрије из буџета.

Осма особина је *полагање рачуна* за рад и стање у делокругу комисије. Она полаже рачун подношењем једног годишњег извештаја органу који је именује (обично влада), мада је могуће да се рачун полаже и другом, вишем (законодавном, нпр. Словенија), или нижем (влада, нпр. Хрватска) органу. Наше право о овом питању "ћути".

Најзад, девета особина је ограничена могућност *контроле* одлуке комисије, у случају да је неко правно заинтересовано лице њоме незадовољно. Надлежност за преиспитивање њених одлука обично се даје само судовима у управном спору, по тужби заинтересованог лица. Само изузетно, у неким правима могућ је и надзор од врховног органа извршне власти (нпр. владе).

21. Наша комисија нема казнена овлашћења, иако су јој дата инспекцијска овлашћења.

ПРАВНИ ПОЛОЖАЈ НАШЕ КОМИСИЈЕ - Имајући у виду класичне особине комисијског система јавља се питање какав је положај наше Савезне комисије за хартије од вредности и финансијско тржиште. Да ли је она аналогна осталим комисијама из америчког система или обичан управни орган?

Наизглед, она је права комисија, самостална и стручна за обављање својих надзорних функција, са снажним јавним овлашћењима, довољним да натера сва лица, која послују вредносницама, да поштују прописе и њене налоге. Три су разлога у прилог таквог схватања. Прво, закони који уређују пословање вредносницама изричито предвиђају “надлежни савезни орган односно организацију”, за ближе уређивање и контролу пословања вредносницама. То значи да је обавеза њеног успостављања изричито законом утврђена, као у америчком систему надзора. Друго, она је правно лице, јер јој је то својство признато Уредбом, којом ју је Влада успоставила (чл. 12). Треће, њена овлашћења су утврђена поменутиим законима и Уредбом. Исто као комисије у америчком систему, и наша комисија има нормативна овлашћења, јер је овлашћена да доноси прописе о дозволама за емисије и за рад професионалаца у пословању вредносним папирима, за спровођење своје контролне функције.²²⁾ Поред тога, она има извршна овлашћења, при одлучивању о давању разних дозвола у пословању вредносницама (нпр. за емисију, за оснивање и рад берзи или берзанских посредника), истражна овлашћења, ради утврђивања неправилности у пословању хартијама, као и наредбодавна овлашћења, ради отклањања утврђених неправилности.²³⁾

Правна стварност у вези положаја Комисије је, међутим, друкчија. Промисљеније изучавање правила које је уређују, указује на то да је она, у ствари, само један *управни* орган, на нивоу савезне државе, потчињен вољи Савезне владе. На такав закључак упућују бројни разлози.

Прво, истина је да наши закони предвиђају постојање “савезног органа”, као надзорне власти у промету хартијама. Међутим, они ни једном одредбом не уређују његов положај, нити га називају комисијом или сличним називом, како је то уобичајено у страним законима америчког система.²⁴⁾ Значи, они не забрањују да то буде и неко савезно министарство (нпр. за финансије), као управни орган. То зависи од тренутне воље постојеће Савезне владе. Савезна влада из 1995. године одлучила је, посебном уредбом, да то буде Комисија, настављајући истоимену установу, која је већ постојала од 1989. године. Друга Савезна влада, ако јој се прохте, може новом уредбом да је укине и њена овлашћења пренесе на неко министарство.

Друго, тачно је да се Комисија од управног органа разликује по томе што је правно лице са седиштем у Београду и да је дефинисана као самостална организација.²⁵⁾ Такво њено законско одређење, међутим, практично нема значаја, јер

22. Уредба о Савезној комисији ..., чл. 12.

23. ЗОХОВ, чл. 79, 80.

24. US SEA, sec. 4; FSA, sec. 114 – 118; ЗМАЂ, чл. 3, ст. 3., т. 6; ЗПОЉ, чл. 6 - 13; ЗБУГ, чл. 15 - 15; ЗХРВ, чл. 4 - 15; ЗСЛО, чл. 1.

се заснива на уредби, као подзаконском акту, који Влада може да укине. Осим тога, проглашена самосталност Комисије, није утврђена одговарајућим правилима. Њена зависност је само појачана, правилом да јој чланове именује и разрешава Савезна влада (чл. 8). Добро је, ипак, што је именовањем њених чланова од Савезне владе успостављена њена равноправност са савезним министарствима и Народном банком, тако да је бар они не могу да потчињавају својим прохтевима.

Треће, тачно је и да Комисија има нормативна, извршна, истражна и наредбодавна овлашћења. Таква овлашћења, међутим, има и већина министарстава или других управних органа. Амерички систем даје комисији и овлашћење да кажњава повредиоце прописа о пословању вредносницама, приближавајући је судовима, што управни органи немају (осим инспекција). Наша Комисија нема казnenих овлашћења, што је приближава управним органима.

Четврто, ни једно правило закона или поменути уредбе не предвиђа независност и непристрасност Комисије у односу на Савезну владу или друге државне органе. Једино Закон о хартијама покушава да обезбеди њену непристрасност у раду, у односу на лица која послују хартијама, одредбама о неспојивости функција њених чланова (да буду директори или чланови управног и надзорног одбора акционарских друштава или органа берзе),²⁶⁾ као и о хартијама од вредности које поседују или купују они, запослени и њихови блиски сродници (мора да их пријаве Савезној влади, да их купе само уз сагласност председника Комисије).²⁷⁾

Пето, Комисија је дужна да на сва питања свог поступања, која друкчије нису уређена Законом о хартијама, примењује правила управног поступка (чл. 82), исто као и сваки управни орган.

Шесто, њена решења су коначна и против њих може да се води управни спор, као и против било ког коначног појединачног управног акта.²⁸⁾

Из реченог проистиче да је основна слабост нашег надзорног система што је Комисија установљена уредбом Савезне владе, због чега је зависна од њене воље, а то значи од воље државе. Влада може да јој измени чланове, па и да је укине (новом уредбом), кад год хоће, јер њен положај и структура нису уређени законом, нити уставом. Такву могућност влада не би имала да је Комисија успостављена и уређена законом, да Скупштина бира њене чланове и да јој је законом обезбеђена независност у пословању и финансирању.²⁹⁾

25. Уредба о Савезној комисији ..., чл. 1, 3.

26. Пошто су то једине забране, закључује се да они могу да буду директори других облика компанија, макар и да емитују вредносне папире (нпр. обвезнице), да буду чланови управе берзанских посредника, да буду председници владе или државе или министри и слично. Све то је морално неспојиво са чланством у њој.

27. ЗОХОВ, чл. 84 – 88.

28. ЗОХОВ, чл. 72. В. Томић Зоран, Управно право, Београд, 1995, с. 155, 186.

Заговорници опстајања важећих правила о положају Комисије, заклањају се иза начела уставности. Они тврде да Устав наше земље не предвиђа могућност установљавања у нашем државном и правном систему установе типа америчког система комисије за вредноснице.³⁰⁾ Осим законодавног (Скупштина) и представничког органа (председник државе), те судских органа (Савезни суд, Савезни тужилац) савезне државе, Устав познаје само још органе извршне (Савезна влада), управне (савезна министарства) и монетарне власти (Народна банка).³¹⁾ У таквој структури органа савезне државе нема места за некакву самосталу организацију, са својством правног лица, као што је Комисија.

Такво становиште је, међутим, правно неоправдано. Устав ни једном одредбом не забрањује да Скупштина законом установи посебан савезни орган, стручан и специјализован за надзор трговине вредносницама, који би био независан од осталих државних органа и потчињен само њој. Ако је Народна банка могла да буде детаљно уређена законом, иако јој устав посвећује само један кратак члан (чл. 114), без детаљног уређивања њених односа са другим савезним органима, зашто то не би могло да се учини и са Комисијом. Она би у промету вредносница требало да има исти значај као Народна банка у платном промету.

ЗАКЉУЧАК - Из свега реченог закључује се да наша Комисија има слабији и несигурнији положај од оног који уобичајено има комисија америчког система организовања надзорне власти у пословању вредносницама. Због тога се поставља питање да ли би требало да се наши прописи о њеном положају ускладе са уобичајеним стандардима комисијског система у упоредном праву, а посебно са правом Европске уније. У одговору на то питање треба да се имају у виду две ствари.

Прво, потреба усклађивања са правом Европске уније не постоји, јер оно не садржи општа обавезујућа правила о положају надзорне власти у државама чланицама. Напротив, право Европске уније у овом питању само предвиђа да државе чланице мора да имају "надлежну власт" (енг. *competent authority*) за одлучивање у пословању вредносницама, у питањима која се уједначавају на нивоу Уније.³²⁾ У Европској унији не постоји централна (паневропска) надзорна власт ради контроле пословања вредносницама, када се оно тиче субјеката из више држава чланица. Чак преовлађује мишљење да она још задуго није потребна.³³⁾

29. Увидевши опасности од слабог Комисијиног положаја писци Нацрта су је изричито предвидели законом, посебно наглашавајући њену самосталност (чл. 3). Међутим, "саплели" су се на првом следећем кораку у уређивању њене самосталности, јер су овластили Савезну владу да именује и разрешава њене чланове (чл. 186). Тиме су Влади омогућили да утиче на рад Комисије, кроз промене њеног састава, потчињавајући је потребама своје дневне политике.

30. Сл. л. СРЈ, 1/92.

31. Одељак В: Органи СРЈ, чл. 78 –114.

32. Нпр. Упутство ЕУ о инвестиционим услугама (бр. 93/22, ОЈ. Л. 141/93), чл. 3, 26.

33. Benn Steil, "The ISD and the Regulation of the European Market Structure", *The European Equity Markets*, UK, 1996, с. 134.

Друго, потреба усклађивања наших прописа о комисији са стандардима у упоредном праву свакако постоји, без обзира на то што европско право о томе нема посебних правила. Она постоји због нашег окружења, у коме су нам конкурентске државе на међународном тржишту капитала. Страни улагачи очекују да се у земљи, у чију привреду улажу капитал, нађу у правном "окружењу", на које су навикли у својој земљи и већини земаља, у које иначе улажу свој капитал. Због тога би било добро да мало "оснажимо" положај Комисије у нашим законима, како би је издигли изнад пуког управног органа. Тиме нам посао тек започиње, јер остаје главнина посла на обезбеђењу правне сигурности улагачима. То зависи пре свега од стручности, марљивости и поштења људи, који у Комисији раде.