

*Лепосава Келчевић,
помоћник савезног министра финансија
и члан Комисије за хартије од вредности, Београд*

Законска регулатива у функцији развоја финансијског тржишта

Полазне претпоставке

Законска регулатива, као и подзаконски акти којима се уређује пословање учесника на финансијском тржишту, су неопходан минимум претпоставки који мора бити задовољен, како би институционални оквири били адекватна подлога да се финансијско тржиште развија у жељеном правцу.

Постојећа законска регулатива, пре свега, Закон о предузећима, Закон о банкама и другим финансијским организацијама, Закон о осигурању имовине и лица, Закон о хартијама од вредности и Закон о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима и други, у периоду њихове примене, обезбеђују полазне основе да, у постојећем системском и привредном амбијенту, законска регулатива не буде ограничавајући фактор да се финансијско тржиште конституише на ефикасан начин.

Динамика развоја финансијског тржишта, као и захтеви усмерени у правцу хармонизације законске регулативе, са упоредном регулативом која се примењује на финансијским тржиштима, условљавају да се свестрано сагледају садашња законска решења и предложи регулатива која ће бити у функцији реализације одређених праваца развоја финансијског тржишта.

У овом смислу доградња законске регулативе у области функционисања финансијског тржишта огледаће се у следећем:

- да се изврши усклађеност са међународном регулативом, односно обезбеди транспарентност у погледу организације примарне и секундарне продаје хартија од вредности;
- комплексност законског уређивања, што подразумева, адекватну заштиту инвеститора, организацију промета хартија од вредности, начин регистрације емисије и трансакција, законит пренос власништва, уређивање колективног инвестирања и др.;
- да се избегне претерана регулација у одређеним сегментима, како се не би спутавао развој финансијског тржишта;
- да се уважи примереност домаћих услова привређивања и системски оквири буду у функцији развоја финансијског тржишта.

Достизање ових законских претпоставки подразумева претходно разрешење бројних стратешких питања, што се посебно односи: на обезбеђивање адекватних услова привређивања, односно функционисање привреде на стабилним основама; да у великој мери буде завршен процес својинске трансформације; да је прецизиран начин задуживања државе на финансијском тржишту; да је уређен механизам операција на отвореном тржишту и др.

Део наведених опредељених циљева обезбеђује се доношењем Закона о тржишту хартија од вредности и Закона о инвестиционим фондовима, што ће бити добра основа у правцу развоја финансијског тржишта.

Поред наведена два законска пројекта у наредном периоду биће потребно извршити сагледавања и у другим системским законима, чијим ће се изменама и допунама или доношењем нових закона обезбедити одговарајући законодавни амбијент за развој финансијског тржишта.

Регулисање тржишта хартија од вредности

Због потребе да се успостави једноставан и ефикасан начин емисије хартија од вредности, свестраније уреди примарно и секундарно тржиште хартија од вредности и обезбеди ефикасност у пословању учесника на финансијском тржишту, правци промена у законодавству биће свакако у функцији подстицаја инвестиционих улагања, како домаћих тако и страних инвеститора.

Прописивање минималних стандарда су неминовност који ће омогућити промене на финансијском тржишту и заштиту учесника, који треба да буду поштеђени од могућих малверзација и манипулација.

Из ових разлога регулисање тржишта хартија од вредности у новим законским пројектима у пуној мери ће обезбедити да ово тржиште буде:

- правично,
- отворено,
- ефикасно,
- транспарентно,
- уређено и
- конкурентно.

Из искуства развијених земаља сигурно је да се могу извући констатације које указују да поједини од ових циљева често пута могу бити супростављени. Због овога законодавство треба да пронађе остварљиву равнотежу како би се обезбедили одговарајући минимални стандарди за интегритет тржишта, сигурност обрачуна и салдирања купопродајних трансакција.

Свакако да контролни механизам нашег регулаторног тела - Комисије за хартије од вредности, која је задужена да врши надзор и прати рад тржишта хартија од вредности, и у нашим условима да обезбеди да се сведу на најмању могућу меру незаконитости и неправилности у пословању са хартијама од вредности.

У дефинисању законских решења која се односе на регулативу тржишта хартија од вредности значајна су сагледавања и сазнања из упоредно-правне регулативе земаља које су достигле одређен степен развијености финансијског тржишта, као и њихово искуство у претходном периоду.

Ова сагледавања је неминовно учинити и у односу на тридесет принципа међународне регулативе хартија од вредности прихваћених у оквиру Међународне организације комисија за хартије од вредности (IOSCO), чију основу чине три циља: заштита инвеститора, обезбеђење поштених, ефикасних и транспарентних тржишта и смањење системског ризика.

Присутни модели законодавног уређивања тржишта хартија од вредности не могу се у потпуности преузети и уклопити у наш привредни систем, већ је неопходно да законски обухват уважи наше специфичности и уставно правне оквире, који детерминишу многа питања када се уређује систем у овој области.

Општа је карактеристика да се регулатива у овој области разликује од земље до земље, тако да не постоји универзално законодавство које по својим перформансама може да задовољи специфичности које постоје у појединим земљама, пре свега, у односу на правни систем и уставне могућности.

Прецизирање законских одредби, поред уважавања минимума захтева који произилазе из актуелног стања које је присутно у нашим условима као и наше посебности и различитости, у односу на развијена финансијска тржишта, су одређујући фактор који одређује дomete и садржину законских решења. Међутим, неспорно је да је хармонизација регулативе потребна, како би иста била транспарентна, што нужно намеће испуњење одређених претпоставки, које је потребно имати у виду и које су значајне за наше услове уређивања система хартија од вредности.

Правци нашег законодавства

Законским оквирима тржишта хартија од вредности, полазећи од циљева и принципа IOSCO у прецизирању појединих сегмената финансијског тржишта, неопходно је уредити следеће:

1. принципе за емитенте, који подразумевају благовремено и потпуно саопштавање финансијских и других података који су важни за одлуке инвеститора,

као и имаоце хартија од вредности, где посебан значај има доследна примена рачуноводствених и ревизорских стандарда;

2. принципе за секундарно тржиште, где је неопходно прописати транспарентан систем трговања, обезбедити интегритет финансијског тржишта, поштена и правична правила трговања, како би се онемогућила и спречила непоштена и манипулативна пракса и свакако минимум регулативе који омогућава адекватан систем салдирања и клиринга.

3. принципе за финансијске посреднике, у оквиру којих је неопходно прописати стандарде пословања, у погледу иницијалног и сталног капитала, адекватан начин обезбеђења управљања ризиком и одговорност ових учесника за штету и губитак који евентуално буду претрпели инвеститори;

4. принципе на којима ће пословати Комисија за хартије од вредности, као самосталан регулаторан орган, са прецизно утврђеним овлашћењима и стандардима пословања, на основу којих произилази директан надзор Комисије, у мери која одговара величини и сложености нашег финансијског тржишта;

5. принципе за спровођење регулативе за хартије од вредности, који подразумевају прецизна овлашћења Комисије у поступку спровођења регулативе, као и надлежности у спровођењу контроле пословања прописаних стандарда у пословању хартијама од вредности;

6. принципе сарадње Комисије са надлежним органима у земљи и у иностранству, посебно у делу размена информација, пружању помоћи другим регулаторним органима којима је потребан увид у начин обављања функција и овлашћења Комисије;

7. принципе за колективно инвестирање, чија примена подразумева законско уређивање добијања дозволе за рад, прецизна правила пословања колективних шема, како би се заштитила средства инвеститора, као и обавеза јавности рада и обелодањивање и правовремено саопштавање података, у циљу отклањања злоупотреба пословања на основу инсајдер информација.

На основу сагледавања најоптималнијег модела који у нашим условима је могуће применити и који би функционисао на најрационалнији начин на стручном нивоу је углавном постигнута сагласност да је нормативним оквирима у овој области неопходно дефинисати следеће сегменте:

- прописати режим пословања хартијама од вредности од стране отворених и затворених акционарских друштава и утврдити услове и поступак емисије хартија од вредности које се налазе у јавном промету (јавна понуда хартија од вредности), ради стварања предуслова да се примарна продаја емитованих хартија од вредности, као и секундарна продаја реализује на прописан - регуларан начин;

- прописати услове на основу којих постојећи овлашћени субјекти могу пословати на финансијском тржишту, као и дефинисати услове под којима се нови учесници могу јавити у трансакцијама на финансијском тржишту, посебно када се ради о новим пословима и функцијама банака када послују као депозитари, функционисање централног регистра хартија од вредности, обезбеђење рационалног на-

чина клиринга и салдирања трансакција са хартијама од вредности, прецизирање улоге и надлежност друштва за управљање инвестиционим фондovima, пословање инвестиционих фондова и др.;

- обезбедити сигурност и потпуну заштиту поступка регистрања, чувања и преноса власништва над хартијама од вредности којима се обављају купопродајне трансакције на нашем финансијском тржишту када су у питању послови са хартијама од вредности које се не штампају (дематеријализоване хартије од вредности);

- прецизирати овлашћења и надлежности Савезне комисије за хартије од вредности и финансијско тржиште, како у поступку емисије-примарне продаје, тако и у поступку секундарне продаје хартија од вредности, остваривање надзорне функције Комисије и адекватна овлашћења у предузимању мера према учесницима који не спроводе законске прописе, као и утврђивање адекватне одговорности Комисије за стање на тржишту хартија од вредности;

- прецизирати случајеве противзаконитог понашања учесника и њихово адекватно санкционисање у пословима са хартијама од вредности, посебно када се пословање хартијама од вредности обавља на основу злоупотребе повлашћених информација, манипулације са хартијама од вредности, спекулативним радњама и друго;

- на чвршћим основама уредити заштиту инвеститора у хартије од вредности и у друге финансијске инструменте, што се посебно има у виду када се ради о мањинским акционарима којима треба обезбедити законску заштиту у остваривању њихових права;

- дефинисати и друга питања од значаја за функционисање организованог финансијског тржишта, односно тржишта хартија од вредности, као и обезбедити да пословање појединих учесника (правна или физичка лица) буде регуларно и правовремено се реагује, уколико у пословању не обезбеђују прописане услове и критеријуме који произилазе из законских одредби.

Наведени правци доградње регулативе у области финансијског тржишта подразумевају да је у припреми законских решења неопходно имати у виду досадашња искуства и резултате пословања постојећих учесника, која су драгоцене са становишта опредељивања будућих праваца.

Ово претпоставља да је неопходно максимално уважити постојећа решења из Закона о хартијама од вредности и Закона о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима, који су се у пракси потврдили и дали одговарајуће позитивне ефекте. Овакав приступ је нужан како би се избегла опасност да се доношењем новог закона анулирају досадашњи ефекати у примени ових и других системских закона и развој тржишта хартија од вредности буде успорен.

Трговање хартијама од вредности

С обзиром на различите приступе и моделе организовања трговања хартијама од вредности законска решења ће уважити реалност и потребу креирања варијација, како би модел трговања у нашим условима био најрационалнији.

Собзиром на могуће опције које се односе на избор неког од преовлађујућих модела сигурно је да законска решења морају уважити потребу за националним системом тржишта и форме трговања који ће обезбедити:

- ефикасност у извршавању трансакција везаних за хартије од вредности;
- правичност и конкуренцију између брокерско-дилерских фирми и овлашћених банака;
- адекватно место и улогу берзе и других организованих тржишта хартија од вредности;
- максималну јавност рада учесника који послују на тржишту хартија од вредности, посебно када се ради о објављивању података и чињеница из њиховог пословања и објављивању података који се односе на закључене купопродајне трансакције;
- елиминисање тржишних превара и манипулација, утврђивањем појединачних сегмената пословања који се односе на заштиту инвеститора;
- контролни механизам државе и спречавање незаконитог понашања, прецизирајући надлежности Комисије за хартије од вредности;
- санкционисање неправилности и незаконитости у пословању хартијама од вредности које учине овлашћени учесници и друга лица на финансијском тржишту.

Ово подразумева адекватно законско уређивање услова оснивања и пословања брокерско-дилерских фирми, као и прописивање услова под којима овлашћене банке могу учествовати у трансакцијама на финансијском тржишту.

Берза, односно друга организована тржишта хартија од вредности су такође предмет законског уређивања, како би се обезбедило да се на организован начин обавља промет хартија од вредности, да се располаже ваљаним информацијама о понуди и тражњи, тржишној цени и другим подацима од значаја за промет хартија од вредности.

У инфраструктури учесника који послују на тржишту хартија од вредности значајно место и улога припада Централном регистру, депоу и клирингу хартија од вредности, као специјализованој организацији која у обављању својих послова треба да обезбеди евиденцију емитованих хартија од вредности, пренос власништва хартија од вредности које су предмет промета у секундарној продаји, обезбеди механизам измиривања обавеза по закљученим трансакцијама и извршавању других функција сагласно свом предмету пословања.

Регуларност трговања, како у примарној, тако и у секундарној продаји хартија од вредности, у оквиру својих надлежности треба да обезбеди Комисија за хартије од вредности. Њено место и улогу на финансијском тржишту сагледавамо, пре свега, када разматрамо питања од значаја за обезбеђивање квалитета хартија од

вредности које се емитују у серији, када се ради о финансијској дисциплини у промету хартијама од вредности и у спровођењу надзора учесника који послују хартијама од вредности.

Инвестициони фондови- учесници на финансијском тржишту

Уређивање оснивања и пословања инвестиционих фондова у нашим условима можемо посматрати у контексту свеукупних активности на доградњи законске регулативе финансијског тржишта.

Елементе за законско дефинисање инвестиционих фондова налазимо у Европској директиви о колективном инвестирању, која у суштини даје основне правце за ову изузетно сложenu и деликатну област пословања са хартијама од вредности.

У односу на концепт колективног инвестирања и пословања инвестиционих фондова у нашим условима неопходно је уважити постојећи степен развоја нашег финансијског тржишта и у правој мери одредити садржину законске регулативе, имајући у виду могуће опасности које неконтролисана експанзија оснивања инвестиционих фондова може имати на стабилност и развој финансијског тржишта.

У овом смислу у концептирању законских решења полази се од следећег:

- колективно инвестирање посредством посебних механизма као што су инвестициони фондови неопходно је у начелу уредити законом, а конкретизацију послова које обаљају инвестициони фондови посебним правилима са утврђеном политиком управљања и инвестирања,

- средствима, која инвестициони фондови прикупе на финансијском тржишту, управљају менаџери посебних компанија основаних за управљање инвестиционим фондovima (друштва за управљање инвестиционим фондovima) водећи рачуна о принципима ликвидности, сигурности улагања и адекватној дисперзији ризика прикупљених новчаних средстава,

- колективно инвестирање врши се у преносиве хартије од вредности на основу јавно прикупљеног капитала и на принципима сношења ризика,

- неопходно је обезбедити ажурно и прецизно утврђивање вредности имовине инвестиционог фонда, валоризацију активе и адекватну методологију обрачунавања цене инвестиционих јединица (хартија од вредности инвестиционог фонда),

- улога ревизора (одитора) посебно мора да дође до изражаја, што подразумева и њихову одговорност када се ради о утврђивању чињеница да ли је актива фонда инвестирана у складу са правилима инвестиционог фонда и актима о оснивању,

- да банка депозитар пружа довољне гаранције да ће послове које обаља, по основу посебног уговора, реализовати у складу са обавезама које произилазе из основа поверних послова,

- да прецизно буде утврђена обавеза да се периодично достављају информације и подаци значајни за пословање инвестиционог фонда,

- да се дистрибуција или реинвестирање прихода фонда врши у складу са законом и правилима фонда, односно друштва за управљање инвестиционим фондом,
- обавеза да се изврши реоткуп или искуп хартија од вредности које је емитовао фонд,
- обавеза плаћања надокнаде и трошкова друштву за управљање за послове који се односе на управљање имовином фонда,
- адекватна контрола и надзор државе, са овлашћењима за предузимање мера према друштву за управљање и инвестиционом фонду.

Оснивање и пословање инвестиционих фондова треба да се заснива на јасним и прецизним законским нормама, како би се осигурала стабилност њиховог пословања, као и да законска решења обезбеде адекватан модалитет мобилизације и атрактивнији механизам алокације финансијских средстава, који могу носити ризик улагања, али истовремено да обезбеде смањење ризика и буду у функцији заштите инвеститора.

У разматрању потреба за успостављање нових учесника на финансијском тржишту пошло се од сазнања да инвестициони фондови представљају значајну врсту институционалног инвеститора и да као посебне институције финансијског тржишта могу успешно да одговоре захтевима у вези са инвестирањем новчаних средстава од стране бројних малих и великих штедиша, заинтересованих за сигурно и ефикасно улагање слободних новчаних средстава, које ће им доносити више приносе него класична штедња код банака и обезбедити већу сигурност улагања.

Полазећи од упоредног законодавства, искустава до којих су дошле земље које су кренуле у процес оснивања инвестиционих фондова, посебно искустава земаља у транзицији, могуће је одредити правце и основе на којима треба дефинисати наша законска решења.

У предлагању законских одредби биће неопходно прецизно се одредити о неколико важних питања, при чему се посебно указује на следеће:

- врсте фондова које је у постојећим условима рационално оснивати, што ће бити од утицаја за њихов правни статус;
- прецизирати начин управљања инвестиционим фондом и прописати критеријуме за улагање средстава фонда;
- утврдити минимум података из пословања фонда који ће се јавно објављивати;
- обезбедити надзорну и контролну функцију надлежних органа, пре свега Комисије за хартије од вредности, као и
- друга питања од значаја за пословање инвестиционих фондова у нашим условима.

Заштита инвеститора и друга питања

Собзиром да регулатива финансијских тржишта велики значај придаје адекватном механизму заштите инвеститора, у одредбама Закона о тржишту хартија

од вредности и Закона о инвестиционим фондovima, од изузетне важности су одредбе које ће уредити и овај сегмент пословања учесника на финансијском тржишту.

При овоме се посебно мисли на посебне облике заштите инвеститора у хартијама од вредности што се може сагледавати у следећим правцима:

- обавеза достављања Комисији и другим надлежним органима прописаних података о пословању, као и објављивања података из годишњих и полугодишњих рачуна, са релевантним подацима из извештаја овлашћеног ревизора;

- обавеза објављивања правних и пословних промена у пословању емитената хартија од вредности, које су од утицаја на цену хартија од вредности које су у јавном промету;

- потпунија заштита права мањинских акционара;

- обавеза објављивања пропагандног огласа, на основу чије садржине се јавност упознаје са делатношћу лица, која сагласно закону имају третман—овлашћених учесника који послују на финансијском тржишту;

- прецизно утврђене обавезе берзе, брокерско-дилерских фирми, емитената, односно власника хартија од вредности, струковне асоцијације (удружења), када се ради о конкретним пословним догађајима везаним за пословање хартијама од вредности;

- забрана коришћења и пословања на основу поверљивих, односно повлашћених информација (инсајдер информације), као и прецизно дефинисање лица која се сматрају инсајдерима;

- прецизна правила и поступак преузимања отворених акционарских друштва;

- забрана одређених послова која имају карактер злоупотребе, манипулација, ширења неистинитих информација, као и пословање мотивисано провизијом.

У овим питањима свакако се не може занемарити проблематика регулисања тржишта новца у СРЈ, које је у претходном периоду било доминантна полуга развоја финансијског тржишта у нашим условима. Наиме, сегмент пословања краткорочним финансијским инструментима, пре свега, краткорочним хартијама од вредности је изузетно значајан за заокруживање законске регулативе тржишта хартија од вредности.

Предлози који треба да обезбеде функционисање централног регистра, депоа и клиринга хартија од вредности, као значајне инфраструктуре за рационално обављање послова на финансијском тржишту су у функцији разрешења многих захтева који су у правцу обезбеђивања сигурног и ефикасног начина пословања хартијама од вредности.

Улога НБЈ-Завода за обрачун и плаћања и адекватно укључивање информационог и комуникационог система којим ова институција располаже, може се сагледавати у функцији спровођења власничке трансформације, што би такође требало да буде основа у дефинисању коначних законских решења, која ће уредити

начин пословања хартијама од вредности које се не штампају (дематеријализоване хартије од вредности), као и у функцији пословања инвестиционих фондова.

При овоме се има у виду да укључивање хартија од вредности по основу приватизације у трансакције на финансијском тржишту може да буде од великог утицаја на даља кретања на овом изузетно значајном сегменту привређивања, па адекватно законско уређивање овог сегмента не мође бити занемарено.

Функционисање робне берзе, мада директно није повезано са тржиштем хартија од вредности, је такође значајан сегмент у коме законодавство треба да се определи.

* *
*
*

Интензивнији развој финансијског тржишта не може се остварити уколико законски прописи на адекватан начин не уреде услове и начин пословања многобројних субјеката који учествују у купопродајним трансакцијама на финансијском тржишту. Доношењем Закона о тржишту хартија од вредности и Закона о инвестиционим фондовима створиће се нормативни оквири за квалитетнији начин пословања постојећих и конституисање нових учесника на финансијском тржишту и обезбедиће се правни оквири да се на прецизнији начин дефинише сегмент пословања хартијама од вредности.

Уређивање односа на финансијском тржишту, на начин који буде прецизиран законским пројектима о тржишту хартија од вредности и о инвестиционим фондовима, подразумева и сагледавање потребе за доношењем подзаконских аката за њихово спровођење. У овом смислу биће нужно да се у прописаном року донесу и пратећи акти, како би законодавство могло да се примењује у оквиру одређених термина за њихово ступање на снагу.

У овом моменту није могуће сагледати и потребу евентуалних измена и допуна одређених системских закона, чије би усаглашавање било у функцији конципирања финансијског тржишта на основама које подразумевају испуњење минималних захтева у погледу понашања учесника и спровођења нормативних оквира на прописан начин.