

*Др Добросав Миловановић,
заменик министра за економске односе са иностранством
Републике Србије, Београд*

Испуњење обавеза насталих по основу уговора закључених на тржишту капитала

Функционисање тржишта капитала може се суочити са крупним проблемима, ако се обавезе настале из бројних уговора о купопродаји трајних и дугорочних хартија од вредности, не могу правилно утврдити и извршити (тзв. клиринг и салдирање). У најгорем случају, пропусти у једном сегменту поткопавају поверење у целокупан систем и проблеми ликвидности се трансформишу у кризу солвентности.¹⁾

Значај клиринга и салдирања може се сагледати из следећих примера:

- 1985 године рекордни обим клиринга превазишао је капацитете и блокирао компјутерски систем Банке Њујорка, клириншке куће за државне обвезнице САД. Криза је указала на рањивост главних система клиринга и салдирања на технолошку грешку код једног од учесника на тржишту.
- 20. октобра 1987., дан после краха тржишта акција у САД, стабилност финансијског система почивала је на правилном функционисању система, који је требало да салдира промет вредан стотине милијарди долара. После огромних губитака, учесници на тржишту нису били вољни да изврше испоруке или плаћања, без знања да ли су њихове уговорне стране солвентне односно да ли могу да изврше преузете обавезе. Лични телефонски позив председника њујоршког FED-а утицао је да се дефанзивне

1. В. Steil, "International Securities Markets Regulation", p. 214.

активности не предузму. Овај крах је подсетио да и најбоља технологија не може елиминисати системски ризик.²⁾

Компоненте система

Клиринг је процес утврђивања обавеза у вези са разменом новчаних средстава и хартија од вредности, док је салдирање актуелно кредитирање и задуживање готовинских и рачуна за хартије. Начин обављања клиринга и салдирања знатно се разликује према врсти тржишта и по националним правним системима. У начелу, све фазе процеса, могу се одвијати унутар једне институције, али је у пракси процедура често потпуно раздвојена.³⁾ Најновија тенденција је да се клириншке куће, које су се у прошлости издвојиле из система берзи, враћају и поново постају њихов део, јер се на берзама налази средиште пословања.⁴⁾

Клиринг се одвија између трговања и салдирања. Он може имати бројне компоненте:

а) Упаривање трговања. По закључењу уговора, услове трговања најпре мора потврдити систем за поређење трговања, који може водити специјализована институција.⁵⁾ Ако тржиште функционише на бази аутоматског електронског система упаривања налога, систем трговања производи тзв. "закључано" трговање. То значи да успоставља одговорност уговорних страна и обавештава их о томе. Међутим, код неаутоматизованих или делимично аутоматизованих система, где се трговање усмено договара, процес клиринга обухвата стварање услова за упаривање трговања, где обе стране могу унети детаље трговања који се централно упарују. Правила берзе предвиђају да само упарено трговање конституише одговорност, прецизирају време за упоређење трговања и прописују санкције за непридржавање процедуре.⁶⁾

б) Гарантовање трговања. Од тренутка установљења обавеза, тј. усаглашености детаља трговања између брокера, нека тржишта иду даље давањем централне гаранције за салдирање трговања. То значи да "клириншка кућа" извршава неиспуњене обавезе продајног брокера (испоруком хартија које купује на тржишту) односно куповног брокера (плаћањем хартија). Овим се охрабрује трговање на берзи (где је ванберзанско трговање допуштено) и спречава системски колапс тржишта, који може настати ако значајни учесници на тржишту нису у могућности да испуне обавезе. Гарантовање салдирања на тржишту обезбеђује берза, посебна клириншка кућа - која може бити у потпуности или делимично у својини берзе,

2. Ibid, p. 215-216.

3. Ibid, str. 216.

4. Из извештаја експерата Know How фонда по боравку у Југославији 1998. године.

5. В. Steil, стр. 216.

6. Клиринг (утврђивање обавеза) може обавити посебна клириншка кућа, у складу са различитим механизмима, као што су трговање по трговање и различите форме билатералног или мултилатералног нетовања.

клириншки фонд у који брокери уплаћују средства или комбиновано. Битан услов је да је гарантовање подржано са довољно средстава за испуњавање сваког потенцијалног захтева. Иначе, класичан систем клиринга пружа међусобне гаранције искључиво брокерима.⁷⁾

в) Новација.⁸⁾ Клириншка кућа може да надзире салдирање трговања на тржишту и "ускочи", само ако нека од страна не изврши своју обавезу. Алтернатива је да "новацијом" постане уговорна страна у процесу салдирања сваког трговања.⁹⁾ Потоњи модел берзе као номинија пружа сигурност односно тајност и веће поверење. Наиме, брокери не знају ко је њихова крајња уговорна страна (јер увек имају уговор са берзом), чиме се онемогућава да куповином мале количине открију ко је продавац велике количине одређених хартија од вредности.¹⁰⁾

г) Нетовање.¹¹⁾ Ако се врши новација, уобичајено је да клириншка кућа смањи своју одговорност нетовањем трговања, да би произвела само једну позицију испоруке или пријема за сваког брокера, по свакој хартији којом је трговао. Код нас би законом и подзаконским односно саморегулаторним актима требало створити правну основу да берза развије бар систем за поређење (упаривање) трговања. Такође, требало би усвојити правила за превазилажење ситуација насталих неиспуњењем обавеза брокера на тржишту и размотрити пожељеност развоја клириншког система који гарантује извршење обавеза по основу трговања.

Салдирање

Након клиринга, извршавају се настале обавезе у виду испоруке хартија и плаћања цене (салдирање). Оно се обавља на бази "дана обрачуна" циклуса салдирања или неке форме "котрљајућег" салдирања. Пошто у низу земаља, клириншким кућама није допуштен директан приступ националном платном систему централне банке, оне су често приморане да се ослоне на учешће посебних банака за салдирање, које међусобно преносе средства кроз национални платни систем. У неким системима се испорука и плаћање одвијају истовремено (DVP), док у другим између извршења ове две обавезе постоји временски размак. Коначно, може се прописати обавезно учешће посебног кастодијана, који преузима одговорност за чување и администрирање "имобилисаним" или "дематеријализованим" хартијама у својини учесника на тржишту.¹²⁾ За кастодијане је успостављање и поштова-

7. Клириншке куће не воде бригу о салдирању између брокера и његовог клијента, иако се оно може гарантовати кроз посебан компензациони фонд инвеститора.

8. Замена постојећег уговора, дуга или облигације за нови, између истих или других страна.

9. На основу новације трговање између брокера А и брокера Б, постаје трговање између брокера А и клириншке куће и одвојено трговање између клириншке куће и брокера Б.

10. Из извештаја експерата Know How фонда, 1998.

11. Износи који преостају након неопходних дедукција.

12. "Имобилисана" хартија постоји у облику физичког сертификата, али се њен правни пренос извршава само кроз рачуноводствени унос. "Дематеријализована хартија" се преноси на исти начин, али она не постоји ни као физички сертификат. В. Steil, p. 216-217.

ње принципа независности клириншких кућа од великог значаја, јер оне дају инструкције за пренос велике количине новца и хартија.

Ризици клиринга и салдирања

Раздвојена природа низа сегмената клиринга и салдирања отвара простор за настанак великог броја ризика, од којих се неки могу делотворније ублажити од других.

Ризик уговорне стране постоји када је једна уговорна страна изложена другој у новцу или хартијама, јер је могуће да обавезе не буду измирене на време или у пуном износу.

Ризик замене трошкова и ризик ликвидности су ризици уговорних страна који извиру из временске разлике између момента извршења трговања и тренутка салдирања. С обзиром да је могуће да једна страна не испуни своје обавезе, временски размак ствара изложеност ризику, еквивалентну, разлици између тржишне цене хартије и цене по којој је трговање извршено. Могуће је да уговорна страна не испуни своју обавезу (ризик замене трошкова) или једноставно на време не изврши испоруку или плаћање (ризик ликвидности).

Главни ризик изводи се из временског размака који обично постоји између плаћања и испоруке. Када једна страна изврши плаћање или испоручи хартије пре друге уговорне стране, настаје кредитни ризик еквивалентан укупном главном износу пренесене имовине.

Ризик између клириншких кућа је кредитни ризик садржан у трансакцијама клиринга и салдирања које захтевају учешће више клириншких кућа. Када билатерална веза обухвата хартију која је, за неку од укључених клириншких кућа, са иностраног тржишта, ризик је нарочито повезан са периодом потребним да се између њих пренесу новац и хартије.

Постоје и други извори ризика који су више везани за функционисање система као целине, него на посебну билатералну везу у ланцу. Операциони ризик је повезан са сломом неке технолошке компоненте система клиринга и салдирања, као што је грешка компјутера или комуникација. Овакве грешке могу да пренесу ризик ликвидности широм система ако изостане интервенција зајмодавца последње инстанце.

Правни ризик извири из двосмислености закона о праву својине које могу постојати у комплексном преносу кастодијалним аранжманима. Овакав ризик је нарочито озбиљан, где је облигационо реструктуирање последица конфликта приватних аранжмана компензације са одредбама закона о банкрутству. Ако компензациони аранжмани нису законски извршиви, могућност стратешког понашања на страни учесника на тржишту може поткопати делотворно функционисање целог система.¹³⁾

13. Ibid, p. 217-218.

Смањивање ризика клиринга и салдирања

Ризик уговорне стране може се знатно ублажити правилним структурирањем система за клиринг и салдирање. Прво, рок између извршења трговања и салдирања би требало да буде што краћи. Тржиште државних хартија у САД, нпр. користи потпуно интегрисани систем који омогућава салдирање истога дана, али је само неколико тржишта постигло овај ниво централизације и аутоматизације. Друго, чак и без потпуно интегрисаног система, систем салдирања потребно је тако структурирати да се постигне истовременост испоруке хартија и плаћања, која елиминише главни ризик. Коначно, за већину тржишта са високим обимом трговања, једини начин да се знатно смањи ризик уговорне стране, без поткопавања ефикасности трговања, је компензација трансакција. Код модела трговања по трговању, клиринг и салдирање захтевају од брокера да држе велике новчане билансе, да би покрили укупну вредност трговања – обрачунска (компензациона) трговања - које доспева за салдирање датог дана. Такође, овај систем резултира у максималном могућем броју трансакција за салдирање и свака грешка у вези са ланцем трговања може пренети проблем ликвидности широм система. Где постоји могућност установљавања централног депозитара хартија (CSD), који би интегрисао функције кастодијана, клиринга, салдирања и активности после салдирања - коришћење континуираног нето салдирања максимално увећава консолидацију трансакција и тако минимизира међузависност ризика у систему.¹⁴⁾

На националном нивоу потребне су хитне мере. Док су се пре деценије и по, клиринг и салдирање могли сматрати “приземним” питањем позадинске канцеларије, ефикасно и поуздано функционисање ових система је постало све значајније за конкурентност тржишта хартија од вредности унутар и преко националних граница. Већина тешкоћа у модернизовању система салдирања проистиче из чињенице да се интереси постојећих институција не поклапају увек са могућностима нових технологија. Технологија не само да убрзава извршење постојећих задатака, него служи и њиховом редифинисању. Несхватање ове чињенице лежи иза скупог слома предложеног безпапирног система салдирања Лондонске берзе Таурус-а 1993. Анахроне функције, као што су независни регистратори акција, одржани су у животу ефективним лобирањем и наметнути су у непотребно комплексну архитектуру система. У настојању да се помере од Т+5 ка Т+3 салдирању средином 90-их, тржишта хартија од вредности у САД су се суочила са сличним проблемима. Коментаришући чињеницу да Т+3 салдирање води САД и за тржишта у настајању, као Мађарске и Тајланда, амерички експерт за салдирање је објаснио да су "они демонстрирали да је лакше изградити систем из почетка него да се промени дуго постојећи систем пракси и процедура тржишта САД."¹⁵⁾

14. Ibid, p. 218.

15. Извршни директор М. Koontz, радног комитета САД Групе 30 за Пројект клиринга и салдирања у интервјуу за "Global Investment Technology", октобар 1993, p. 4-6, *Fixed Income Trades May be Achilles Heel as US Market Prepares for T+3 салдирање*.

Консолидовани клиринг и салдирање максимално обједињава трансакције и тако минимизира међузависност ризика у систему. Изгледа да позитивна мрежа вантржишних последица у консолидовању функција клиринга и салдирања широм тржишта различитих хартија и широм националних тржишта, подржава евентуално стварање јединствене “светске клириншке” организације, која би извршавала све неопходне трансакције између међународних тржишних учесника на велико. Независно од политичких и финансијских тешкоћа, још нема значајне консолидације у индустрији на основу подстицаја тржишних снага, јер тржишна конкуренција између берзи и институција које подржавају трговање учвршћује баријере против оваквог окружења. Државна интервенција у правцу консолидације, пригушена је смањивањем иницијативе за ефикасност и иновацију, имплицирану уклањањем конкуренције.¹⁶⁾

Међутим, независно од потенцијалних нето користи од обједињеног клиринга и салдирања, покушај потпуног елиминисања свих сенки кредитног и ликвидационог ризика неће никада бити трошковно-ефективан. Чак и у потпуно интегрисаном систему салдирања у реалном времену, кога карактерише континуирани DVP, ако се минимизирају трошкови камате и накнаде позајмљивања за огроман број учесника, ризик морају апсорбовати поједини учесници.¹⁷⁾

Евиденција хартија од вредности

О власништву на хартијама од вредности продатим на примарном тржишту и на њима евентуално успостављеним правима (нпр. разна оптерећења) неопходно је водити евиденцију (регистре). Такође, након сваког секундарног трговања, наслеђивања, поклона односно по другим основама, у њима је потребно евидентирати промену власника. Због изузетног значаја за правну сигурност, вођење регистра представља вршење јавне службе. Оно се у упоредном праву организује на различите начине:

а. емитенти акција одговарају за вођење регистра тј. књиге акционара. Регистар малих компанија са неколико акционара и веома малим бројем промена у

16. В. Steil, p. 218-219.

17. FED-ов систем за државне хартије и доларска плаћања је пример комплетно интегрисаног система салдирања, где је ефикасност трансакције максимално увећана преношењем целокупног кредитног ризика на FED (тј. пореске обвезнике САД). Fedwire води систем бруто салдирања са континуираним DVP за хартије и готовину. Банке за салдирање држе рачуне резерви код FED-а који се, по добијању инструкције за пренос, неопозиво кредитирају и задужују. Ако банка пошилалац нема довољно средстава на свом рачуну резерви, дуговања имају за последицу негативан биланс према FED-овој дневној изложености прекорачења рачуна. FED допушта задужења која резултирају у прекорачењима рачуна да би одржао ефикасан систем плаћања и гарантује своје кредите као средство постизања окончања салдирања - што је кључно за уклањање системског ризика. Предмет велике расправе је да ли је овај кредитни ризик довољно значајнији од добитака ефикасности и смањења системског ризика. Ibid, p. 219.

власништву, редовно води и измене уноси секретар компаније. У неким системима, он остаје надлежан и када компанија порасте односно јавно издаје акције, које се чак могу наћи на листингу берзе. Код појединих земаља источне Европе овај начин вођења регистра изазвао је извесне проблеме. У неким случајевима, узрок је административно незнање или некомпетентност, али су у осталим ситуацијама, удео имале превара и недозвољена пракса. Ради очувања поверења инвеститора, у нашем систему би требало прописати обавезу отворених компанија, да поставе треће независно лице за вођење регистра;

б. све је уобичајеније да се дата функција обавља изван компаније тј. да се уговором повери некој трећој страни - тзв. "регистраторске службе" или "трансферни агенти".¹⁸⁾ Често ове услуге пружају банке (В. Британија), рачуновође (Аустралија) и специјализоване фирме (САД), за шта од компаније наплаћују накнаду (модел децентрализованих регистратора);

в. у неким земљама постоји једна институција са монополом у вођењу регистра. Од компанија са листинга берзе, захтева се да користе његове услуге (модел централног регистратора).

У погледу круга лица чија се имена налазе у регистрима, могуће је вођење евиденције права свих учесника на тржишту (крајњи ималац права и његов номини) или само номиниа (док крајњи ималац права на хартијама није видљив). Тако нпр. у САД постоји Компанија за депозитарно старатељство (централни депо), код које су регистровани само попиіі (брокери, банке), док се на нижим нивоима налазе регистратори, који воде књиге акционара компанија и код којих су регистровани власници права.

Према пољском Закону о јавном трговању хартијама од вредности, систем регистрације хартија води акционарска компанија Национални депозитар. Систем обухвата рачуне за хартије и депозитне рачуне лица овлашћених да поседују дате рачуне на основу одредаба овог закона (чл. 4. тач. 17. закона). У Грчкој је ради правне сигурности прихваћен систем по коме се у централном регистру налазе подаци о крајњим власницима права на акцијама.

У упоредном праву постоје три главне врсте депозитарног система:

А. традиционални централни депозитарни систем (CDS), где:

- регистар идентификује правног власника или хартију, а CDS директног држаоца сертификата;
- CDS идентификује брокера и кастодијана, користећи спољне под-регистре;
- су брокери и кастодијани власници права;
- су акције потпуно/делимично имобилисане или дематеријализоване.

Б. "Име у CDS" где:

18. Постоји мала техничка разлика између регистраторских служби и трансферних агената у томе што први преузимају правну одговорност за регистар, док потоњи преузимају само операционалну одговорност. Међутим, у пракси постоји тенденција алтернативног коришћења термина, јер обе категорије воде књиге (регистре) компанија.

- као и у првом систему регистар идентификује правног власника;
 - CDS идентификује правне власнике (користећи интерне подрачуне);
 - омогућава компанијама да воде регистре, ако је то допуштено;
 - акције су потпуно/делимично имобилисане или дематеријализоване;
- В. CDS – “име у регистру”:**
- CDS/Регистар идентификује правне власнике и власнике права или њихове постављене номиние;
 - акције могу бити потпуно или делимично имобилисане или дематеријализоване;¹⁹⁾
 - постоји једна евиденција власништва;²⁰⁾
 - допушта директну комуникацију између компаније и акционара;
 - смањује ризик инвеститора и трошкове руковања;
 - поједностављује управљање дивидендама;
 - његово успостављање и функционисање је једноставније него код осталих модела, нарочито на малим тржиштима.

Предлог домаћег модела²¹⁾

У нашем праву би требало усвојити систем “име у CDS-у” или “име у регистру” (нарочито потоњи) из следећих разлога:

а. Време

Пошто се акције из приватизације издају на име и предвиђена је централна књига акционара, једини механизам који омогућава да инвеститори, по обављеном трговању, у кратком року пренесу својину на акцијама је развој процедура које повезују берзу са књигом акционара. У почетку инструкције берзе оператеру књиге акционара могу бити физичке, нпр. писане, компјутерски израђене или на дискети, што би касније замениле електронске поруке кроз интернет или интранет.

б. Трошкови и напори

Када су знатно развијенија тржишта развијала централне депозитаре, у низу случајева регистре су водиле посебне организације, које су за те намене развиле

19. Извештај наводи да је карактеристика система "име на регистру" да су "акције потпуно имобилисане или дематеријализоване" и "да могу функционисати са или без физичког сертификата". Ово изгледа неконзистентно. Код система “име на регистру” хартије могу бити потпуно или делимично дематеријализоване. Имобилизација је карактеристика система "име на депозитару" а не система "име на регистру".
20. Ово нужно не имплицира једног централног регистратора. То само значи да није неопходно имати степеноване нивое правног власништва и власништва права.
21. Основа овог предлога је извештај експерата Know-how фонда који су 1998. године радили са Београдском берзом на пројекту измене регулативе тржишта хартија од вредности.

софтвер, али без воље за успостављањем спољних веза. Стога су финансијска тржишта била приморана да израде алтернативно решење.

в. Модерни тренд

Модерни системи за салдирање усвајају методологију "име у регистру" (Ц) нпр. CREST систем у В. Британији, CHESSE систем у Аустралији и RM систем у Чешкој републици. Поред тога, низ нових тржишта усваја методологију "име у депозитару" (Б) нпр. Тајван и Сингапур. Ова два модела се у основи разликују само у врсти организације која води књиге. У највећем броју случајева систем Б је изабран само због законских ограничења за систем Ц, што није случај у нашем праву, где постоји могућност да се усвоји нови закон који одражава жељену ситуацију.

Систем "име у регистру" омогућава пренос својине на хартијама књижним уносом. Ако би га увели у наш правни поредак, закон би морао да предвиди обавезу компанија да издају акције у нематеријализованој форми и именују независно треће лице коме је Комисија за хартије издала дозволу за вођење књиге акционара. Такође, промене би се у књигу акционара уносиле као последица инструкције: а) овлашћене берзе, као резултат трговања или б) пуноважне инструкције именованог инвеститора.

Установљавање централног регистратора има предности над прописивањем децентрализованих регистратора, јер омогућава смањивање трошкова и већу транспарентност. С друге стране, требало би размотрити да ли је пожељно оставити могућност установљавања потоњих. Наиме, може постојати жеља компанија да воде регистар код посебних регистратора, односно акционара да сачувају тајност података о акцијама које се налазе у њиховом власништву и сл. Такође, централне регистраторе карактеришу редовни проблеми монополистичке праксе, у смислу да:

1. не реагују на промењене потребе тржишта;
2. буду под већим утицајем политичких него економских фактора;
3. буду у немогућности да правично уравнотеже потребе једне према потребама других група корисника (компаније, брокери, берзе и инвеститори);
4. успоравају промене;
5. буду превише бирократски у операцијама;
6. буду скупљи за кориснике.

У системском смислу, делотворно функционисање модерних компјутерских система не зависи од постојања једног регистра. Употреба Интернета или неког интранета, са једноставним механизмом сортирање/усмеравање у наведеном циљу, омогућује слање и пријем порука из различитих извора скоро исто тако једноставно, као када се оне могу послати једном извору.

У сваком случају, закон би требало да забрани организацијама понуду или обезбеђење ових услуга, ако немају дозволу.

У погледу настојања власника да сачувају тајност података о акцијама које поседују, постоји могућност да се у самом централном регистру предвиде два нивоа:

један на коме би се акције водиле на име акционара (власника права) и други код кога би се власништво водило на име номиниа (кастодијана, брокерских кућа овлашћених да буду кастодијани), који би држали акције у име власника права и чије име не би било видљиво у централном регистру.

Битно је да подаци о лицима која су акционари одређене компаније (регистар компаније) буду јавно доступни, али да нису доступни подаци о приватном рачуну одређеног лица (све акције које оно поседује у различитим компанијама). Такође, искључиво је на захтев надлежног органа, нпр. Комисије за хартије од вредности, номини дужан да достави податке о лицима која су власници права.

Критеријуме за регистраторе прописује закон или комисија, која и издаје дозволу. Потребно је да регистратори и берзе буду повезани одговарајућом "линијом". Такође, низ регистратора тесно сарађује са централном банком (чак и када су независни), због преноса готовине, који се обично обавља преко система повезаног са централном банком.

У складу са међународном праксом и од суштинског значаја за стране инвеститоре је да закон предвиди организације којима комисија издаје дозволу да послују у својству кастоди агената (номиниа) за инвеститоре. Овим субјектима би, требало допустити да у име инвеститора, на основу добијеног овлашћења, управљају његовим акцијама. Инвеститор би брокеру доставио име кастодијана, а кастодијан би потврђивао ослобађање (продају) или додавање (куповину) хартија од вредности, пре самог чина салдирања. Процедура би имала следеће фазе:

а. инвеститори би трговали (продавали или куповали акције) преко брокера чланова берзе. Брокери би поступали по налозима инвеститора тако што тргују или берзи извештавају трговање. Брокер је дужан да поседује потписано овлашћење од инвеститора који продаје; као резултат продаје на тржишту преносила би се својина са имена продајног на име куповног инвеститора;

б. пренос својине на акцијама, на други начин изузев купопродаје, нпр. као обезбеђење или поклон, акционари би вршили код оператора регистра, лица одговорног за свакодневно вођење регистра.

Ако се прихвате наведене препоруке, Закон о тржишту хартија од вредности и са њим повезани закони би морали да предвиде:

1. надлежност комисије за издавање дозволе операторима регистра, односно клириншким кућама и депозитарима (ако се предвиде) и за утврђивање критеријума за издавање наведених дозвола;²²⁾

2. забрану пружања услуга регистрације и услуга клириншких кућа или депозитара без дозволе;²³⁾

3. надлежност оператора регистра за:

22. У складу са потребама југословенског тржишта за једним или више регистара она може постављати стандарде вишег или нижег нивоа.

23. С обзиром да кастодијани такође морају прибавити дозволу, није неопходно у закону правити доследну разлику између кастодијана и депозитара.

- давање листе акционара компанији за потребе датума евидентирања (нпр. плаћање дивиденди, годишња скупштина итд.);
- обезбеђење копије регистра компаније на захтев јавности;
- обезбеђење просторије где лица могу извршити увид у регистровано власништво над акцијама (своје или холдинге трећих лица);
- обезбеђење простора где брокери (евентуално и остала регулисана лица) могу извршити увид у регистровано власништво над акцијама (холдинге);
- достављање извештаја инвеститорима у редовним интервалима;
- обезбеђење просторије акционарима за дематеријализацију сертификата које поседују;²⁴⁾
- уношење измена у регистар, према редоследу пријема важећих инструкција за пренос;²⁵⁾
- обезбеђење простора где се може преносити својина на хартијама од вредности, као резултат неког вантржишног преноса, у складу са законом;²⁶⁾
- поступање по инструкцији преноса примљеној од овлашћене берзе;
- извештавање овлашћене берзе о активностима предузетим у одговору на инструкцију преноса примљену од релевантне берзе тј. потврда преноса или одбијање инструкције;
- пренос регистра другом оператору, ако ту инструкцију добије од друге компаније;
- надлежност комисије да прецизира редован и максималан рок за обављање активности оператора регистра;²⁷⁾
- забрану наплаћивања накнада инвеститорима за вођење хартија у регистру права и надлежност комисије да прецизира максимални износ накнаде коју су оператори регистра овлашћени да наплаћују за обезбеђење других услуга;²⁸⁾
- обавезну нематеријализовану форму свих јавно издатих акција, уз евентуално овлашћење комисије да у појединим случајевима предвиди изузетак;
- овлашћење брокера да иступају у својству принципала у трансакцијама на берзи;²⁹⁾

24. Значајно је да се правилима берзе, актима комисије или законом предвиди да се на берзи могу салдирати само дематеријализоване хартије.

25. Ако закон не предвиди, онда би комисија требало да прецизира форму пуноважне инструкције за пренос.

26. Претпоставља се да ће закон допустити пренос бар у следећим околностима: у случају смрти или банкрутства инвеститора, и као резултат поклона инвеститора трећем лицу. Ове трансакције би требало да се пријаве комисији, која би својом регулативом прописала њихову форму.

27. Нпр. комисија може предвидети да очекује извршење у одређеном року односно да је оператер дужан да је обавести о неизвршењу и разлозима за то, уз прописивање могућих последица.

- овлашћење брокера да држе хартије за клијенте на одвојеном банкарском рачуну;³⁰⁾
- овлашћење кастодијана и брокера (који имају дозволу да иступају у својству кастодијана) да за клијенте држе хартије на именованим или неспецифицираним номини рачунима, при чему би закон требало да предвиди да се оне не сматрају имовином фирме у случају стечаја или ликвидације.

Дематеријализоване хартије

Према Закону из 1997. године, акције су у процесу приватизације издаване у дематеријализованој форми. Међутим, акције предузећа приватизованих по ранијем моделу, могу бити у облику сертификата или бар форми потврда.³¹⁾ Подела на тржиште сертификата (или потврда) и дематеријализованих акција није пожељна, јер то може имати за последицу двоструку цену исте хартије. Такође, не би било добро да се тржиште сертификата развије изван регулисаних тржишта. Стога је неопходно да Закон о тржишту хартија предвиди обавезу оператора регистра да олакша превођење акција из сегмента сертификата у дематеријализовани део регистра. Поред тога, правила берзе би требало да предвиде обавезу обављања свих салдирања на тржишту у дематеријализованој форми. Инвеститори који поседују сертификате или потврде би, пре продаје, били дужни да преведу ове акције у дематеријализовану форму. На низу тржишта, брокери организују овакве преносе у име својих клијената.

Дакле, закон би требало да прописује обавезну нематеријализовану форму за све јавно издате акције. Ипак, с обзиром да је често тешко предвидети све ситуације, можда би било пожељно дати комисији овлашћење да поједине емисије хар-

28. Накнаде које наплаћују кастодијана (и брокери који иступају у том својству) су комерцијалне одлуке кастодијана и клијента. У редовним околностима накнаде регистратора су такође комерцијалне природе и предмет су преговора између регистратора и компаније. Међутим, ситуација са приватизованим компанијама је на неки начин посебна, па би можда требало доделити овлашћење, не и дужност комисије, да разматра да ли су накнаде које наплаћује регистратор разумне. У неким земљама регистраторима је допуштено да инвеститорима наплаћују накнаде за пренос, у вези са чиме би се требало заузети став у нашем праву, имајући у виду све околности.
29. Процес салдирања за хартије и за готовину би се одвијао на следећи начин: продајни клијент ка продајном брокеру; продајни брокер ка куповном брокеру (можда кроз клириншку кућу); куповни брокер ка куповном клијенту.
30. Низ земаља допушта брокерима да позајмљују новац клијентима, уз коришћење хартија које чувају, као средства обезбеђења. У тим земљама комисија је редовно овлашћена да прецизира критеријуме које брокери морају да испуне за пружање ове услуге и минимално средство обезбеђења.
31. Сертификат је документ наслова који је *prima facie* доказ о власништву на хартије. Потврда једноставно доказује да је инвеститор платио за хартије и да је стога био власник хартија у моменту издавања потврде.

тија од вредности изузме од ове обавезе, ако то компанија захтева и ако постоје посебне околности које то оправдавају.

У међународним форумима, постоји општа сагласност да је модел дематеријализованих хартија, комбинован са системом који допушта књижни унос преноса, трошковно најефективнија методологија за држање и салдирање хартија. Пошто се и акције из приватизације издају у дематеријализованој форми, не постоје ваљани разлози да се другим отвореним односно приватизованим компанијама, у погледу наредних емисија, допусти издавање акција у форми сертификата.

Поједине компаније су издале акције јавности као резултат ранијих емисија приватизације, најчешће у форми делимичног плаћања. Током периода хиперинфлације, многи су платили номиналну вредност акција да би стекли потпуно плаћене акције. Стабилизацијом привреде, држава је објавила да би требало уплатити додатни износ за стицање потпуно плаћених акција, како би се узела у обзир промена вредности новца. Статус многих од ових акција је још увек нејасан и воде се спорови пред привредним судом по том питању. Препорука је да се пре допуштања трговања акцијама ових компанија на берзи, од компанија захтева да обезбеде дематеријализовани регистар и да пренесу важеће холдинге инвеститора који оставе било какав доказ власништва овим регистрима.

Трговање

Закон о приватизацији захтева да финансијска берза обезбеди услове за трговање приватизованим акцијама. Даље, предлаже се да нови Закон о тржишту хартија од вредности, обавезује да се сва трговања акција које су издале отворене компаније одвијају на берзи. Отворене су оне компаније које су добиле сагласност Комисије за јавну примарну или секундарну продају акција. Постоји дилема о статусу компанија које су приватизоване према Закону из 1997. године. На њихову отвореност указује углавном релативно велики број акционара и чињеница да се трговање одвија преко берзе, као и да не постоје законска ограничења у промету. У прилог затворености говори чињеница да оне нису дужне да јавности објављују податке који су уобичајени за отворене компаније, да није неопходна дозвола комисије за отпочињање секундарног трговања, да је према Закону из 1997. постојало законско право прече куповине при њиховој првој секундарној продаји. Разрешење ове дилеме би требало предвидети у прелазним и завршним одредбама новог закона. Могуће решење је да су дата предузећа дужна да, ради заштите инвеститора, објаве минималне податке из посебног проспекта. Својство отворене кампање стицале би испуњењем општих услова.

Сматрамо исправним предлог да се трговање одвија искључиво преко берзе. У том правцу говори успешност пољског модела.³²⁾ И поред тога што је код нас већ оформљена пракса, заснована на мишљењу без законског покрића, да постоји и ванберзанско тржиште и чињеница да би посредници у трговању хартијама од вредности то представили као ограничење слободе трговања, страни експерти су

једногласни у ставу да би због транспарентности, ликвидности и сигурности, бар у почетној фази, трговање требало сконцентрисати на берзи.

Клиринг и салдирање

Постоји општи став да су берзе одговорне да обезбеде салдирање трговања закљученог између чланова берзе, стога што извесност салдирања представља једну од предности берзанског трговања за брокере. Међутим, постојећи Закон о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима не допушта брокерима да иступају у својству посредника у процесу салдирања уговора. Тиме се хартија преноси од емитента ка рачуну на име крајњег власника хартије. Плаћање се изводи, преко ЗОП-а, директно између продавца и купца. Постојећа правна ситуација подразумева да, ако инвеститор не призна трговање потписивањем уговора, брокер није обавезан да испуни своју обавезу на тржишту. Ова процедура је веома непожељна, јер оставља тржиште отворено за флагрантне манипулације. Учесници на тржишту не би требало да имају могућност неизвршења. Од тренутка када је трговање договорено, у свим правилно регулисаним тржиштима, брокер је дужан да салдира трговање, независно од активности свог клијента.

Стога би нови Закон о тржишту хартија од вредности, требало да допусти брокерима да иступају као "принципали" у погледу салдирања трговања на тржишту. Према овом систему, салдирање између брокера и њихових клијената је одговорност брокера. Када клијент продаје, брокер је одговоран за прибављање важеће инструкције о преносу од клијента (која омогућава да се хартије пренесу на име купца) и за плаћање клијенту прихода трговања. Када клијент купује, куповни брокер је одговоран за добијање средстава од клијента који купује и њихово прослеђивање продајном брокеру у замену за хартије. Брокер је одговоран свом клијенту за салдирање, чак и када тржиште са њим не изврши салдирање односно одговоран је тржишту за салдирање, чак и када клијент није обезбедио хартије (продавац) или средства (купац). Важно је да све стране што пре добију јасну представу о својим одговорностима.

Салдирање

Пошто је трговање договорено, неопходно је предузети кораке за пренос власништва на хартијама са продавца на купца и готовине са купца на продавца. Ако се претпостави да је прихваћен систем "име у регистру" онда се од брокера захтева да:

32. У Пољској је у почетку било допуштено само трговање на берзи, па се касније опрезно, када су оформљена правила трговања, достигнути одређени стандарди знања и трговања дошло до тога да обим трговања и захтеви праксе оправдавају отварање ванберзанског тржишта, а да при том стабилност тржишта, финансијска дисциплина и поштовање регулативе финансијског тржишта нису угрожени.

1. установи да ли је инвеститор власник хартија које жели да прода;
2. установи да ли инвеститор који жели да купи поседује средства за плаћање хартија;
3. да налог регистратору да пренесе хартије са рачуна продавца на брокеров сопствени рачун и да налог регистратору да пренесе хартије са брокеровог рачуна на рачун купца;
4. учествује у салдирању на тржишту;
5. прими потврду од регистратора да су ови преноси извршени.

Тренутно нема страних инвестиција у домаће акције, нити домаћи инвеститори користе кастодијане. Међутим, за претпоставити је да ће стране инвеститоре привући неке приватизоване компаније и да ће услуге кастодијана бити обезбеђене за стране и домаће инвеститоре. У средњорочном периоду, од кастодијана ће се захтевати да: издају налог испоруке брокерима; издају налог регистратору да пренесе хартије са рачуна кастодијана (или рачуна њиховог клијента) на рачун брокера; приме потврду о преносу на и са рачуна којима они управљају.

Стога се може претпоставити изглед модела салдирања:

- Инвеститор продаје

1. инвеститор даје брокеру инструкцију за продају;
 2. инвеститор потписује овлашћење за продају које остаје код брокера;
 3. брокер проверава инвеститорове хартије (холдинг) код оператора регистра;
- Брокер тргује на берзи
1. брокер испуњава инструкцију преноса и прослеђује је берзи;
 2. берза проверава аутентичност преноса код кастодијана (ако је то одговорна);
- Берза прослеђује инструкцију трансфера оператору регистра
1. оператор регистра преноси хартије са продајног клијента на продајног брокера;
 2. оператор регистра потврђује пренос хартија берзи;
 3. берза то потврђује брокеру;

- Салдирање на тржишту

1. берза преноси инструкцију преноса оператору регистра да пренесе хартије од продајног брокера на куповног брокера;
 2. оператор регистра потврђује пренос берзи;
 3. берза потврђује пренос куповном и продајном брокеру;
- Инвеститор купује**
1. инвеститор даје брокеру инструкцију за куповину;
 2. инвеститор плаћа брокеру;
- Брокер тргује на берзи
1. брокер попуњава инструкцију за пренос и прослеђује је берзи;
 2. берза проверава аутентичност преноса код кастодијана (ако је то одговорна);

- Берза прослеђује инструкцију за пренос оператору регистра
1. оператор регистра преноси хартију са куповног брокера на инвеститора;
 2. оператор регистра потврђује пренос хартија берзи;
 3. берза потврђује пренос хартија брокеру.

Инвеститор продаје

Од продајног инвеститора се захтева да потпише "налог продаје",³³⁾ који би требало да остане код брокера. Када га брокер прими, он може проверити да ли је инвеститор власник акција на које се налог односи, што није обавезно, јер брокери могу бити спремни да верују клијентима.

Предлог је да се пропише обавеза регистратора да брокерима обезбеди информације у року од један сат од захтева. У почетној фази, то би било у канцеларији (или филијали регистратора) или преко терминала лоцираног на берзи. На овај начин брокер није потпуно заштићен, јер је могуће да клијент покуша продају исте акције преко више брокера. Међутим, брокер је дужан да "познаје свог клијента" и не би требало да му пренесе средства од продаје акције, док не прими потврду салдирања од регистратора. Алтернатива би била да, пре извршења налога клијента за продају, регистратор по налогу брокера, пренесе хартије са продајног рачуна инвеститора на посебни рачун којим управља брокер. Према правилима берзе, брокер би био дужан да изда потврду инвеститору и да врати хартије на рачун инвеститора, ако се налог не може извршити у уговореном року.³⁴⁾ За реализацију преноса, брокер је дужан да испуни налог продаје депонован код берзе на дан продаје.

Постоје различити системи провере код регистратора да ли одређено лице поседује новац за куповину односно хартије које продаје:

- а) провера представља одговорност брокера;
- б) блокирање одговарајућих средстава (односно хартија) на рачуну;
- в) средства односно хартије се преносе на пролазни рачун брокера. Ако брокер има поверење у клијента, онда пренос није неопходан. Међутим, у случају настанка проблема, брокер мора да набави хартије односно плати цену, јер је он одговоран за испоруку односно извршење новчане обавезе из уговора.

Кастодијани

Поједини инвеститори именују кастодијане да у њихово име чувају хартије. Кастодијан држи хартије у својству номиниа у име појединаца и компанија. Битна разлика у односу на депозитара је што кастодијан има активну улогу, јер може да управља рачуном номиниа. Наиме, он је овлашћен да испоручи односно да наложи

33. Чију форму може прецизирати комисија.

34. Ова варијанта ће вероватно подразумевати трошкове за брокера, јер регистратор наплаћује накнаду за сваки трансфер.

испоруку хартија власнику права, док депозитар има пасивну улогу, јер је искључиво овлашћен да за власника права држи хартије. Већа је вероватноћа да се за држање хартија код банке односно брокера који иступају у својству номиниа, определи клијент који поседује велику количину хартија и њима чешће тргује јер, клијентима са пар хартија који намеравају да их држе дужи временски период, то није исплативо због трошкова.

Регулативом комисије неопходно је предвидети обавезне елементе уговора са кастодијаном. Питање кастодијана је изузетно значајно за стране инвеститоре. Премештање регулисања кастодијана од банкарског, ка закону који уређује хартије од вредности, представља модеран приступ, иако су најзначајнији кастодијани банке. Оператори рачуна су обично брокери и кастодијани.

Према томе, где је у "налогу за пренос" означен рачун кастодијана, пренос хартија се врши само ако он то одобри. У почетку, би берза кастодијану на потписивање прослеђивала материјализовану форму налога, а касније би требало да буде могуће компјутерско упаривање евиденције (документације), вероватно преко интернета. Теоретски посматрано, неопходно је само добити сагласност за пренос са рачуна кастодијана. Међутим, добра пракса подразумева и прибављање сагласности за све преносе (на и) са рачуна кастодијана.

Налог за пренос

Берза би прикупљала налоге за пренос на следећи начин:

1. налог преноса од продајног брокера о преносу хартија са рачуна продајног инвеститора на рачун продајног брокера;
2. налог преноса од продајног брокера, потврђен од кастодијана, о преносу хартија са рачуна кастодијана на рачун продајног брокера;
3. налог преноса од куповног брокера о преносу хартија са рачуна куповног брокера на рачун куповног клијента;
4. налог преноса од куповног брокера, потврђен од кастодијана, о преносу хартије са рачуна куповног брокера на рачун кастодијана.

Ради салдирања берза припрема налог преноса хартија са продајног на куповног брокера. Овај метод би вероватно карактерисао почетну фазу, док би дугорочније, ако се формира клириншка кућа, то могло да буде на основу нетовања.

Берза шаље "налог преноса" релевантном регистратору. У почетном периоду могуће је да налог преноса буде материјализован или берза може имати терминал са приступом регистратору. Касније би се "налог преноса" могао аутоматски генерисати из система трговања. Стога се предлаже да комисија прецизира (или призна) прихватљиве форме "налога преноса".

Да би систем правилно и ефективно функционисао, од сушттинског је значаја да Закон о тржишту хартија овласти регистраторе да се ослањају на "налоге преноса" које приме од берзе и да од њих захтева да у складу са овим налозима уносе промене у регистар. Закон би такође требало да захтева да оператор регистра

берзи потврди успешно (или неуспешно) уношење промена. Закон би требало да овласти комисију да прецизира максималне рокове за обављање ове процедуре.

Номини

Тренутно наш закон не признаје постојање номиниа (именованог). Међутим, коришћење кастодијана је кључно за развој тржишта капитала и представља међународно прихваћену праксу. То је од посебног значаја за стране клијенте који скоро увек желе да користе адекватно регулисаног локалног агента (кастодијана), као и за развој заједничких фондова, за које већина закона захтева да поставе независног кастодијана.

Стога се предлаже да Закон о тржишту хартија од вредности, експлицитно призна улогу кастодијана на следећи начин:

1. брокери, банке и свака друга организација која нуди услуге кастодијана, требало би да прибави дозволу комисије, која би их свакодневно надзирала;
2. кастодијан је дужан да одвоји имовину клијената од сопствене имовине, што не имплицира да се имовина индивидуалног клијента мора одвојити од имовине осталих клијената;
3. одвојене хартије које за клијенте држи кастодијан, требало би експлицитно признати као имовину клијента, у случају стечаја или ликвидације кастодијана.

Новација, континуирано нето салдирање и означавање тржишне процедуре

Последица новације је да клириншка кућа постаје уговорна страна за сва трговања. Она гарантује испоруку брокерима купаца. У случају да брокер продавца не изврши испоруку на дан доспећа, она је принуђена да на тржишту купи акције, чиме је изложена ризику раста цена акција, јер од брокера купаца прима уговорени износ средстава. Ствар је политике да ли ће се од брокера захтевати да увек плати одштетну "ознаку" клириншкој кући или само ако је његова позиција веома велика, тржиште веома променљиво и/или се за брокера сматра да поседује недовољно капитала.

С друге стране, клириншка кућа је изложена платежно неспособним куповним брокерима. Ако прими акције од продајног брокера и плати уговорену цену, а куповни брокери нису у стању да плате за купљене акције, клириншка кућа продаје акције на тржишту. Међутим, ако је цена акција у међувремену пала, она остварује одређени дефицит. Ако је клириншка кућа прикупила одштетне "ознаке" онда ће новац бити исплаћен продајном брокеру и прикупљен од куповног брокера.

На дан доспећа салдирања предвиђено је да су све испоруке хартија извршене и исплаћене. Међутим, у случају да продајни брокери не могу да изврше испоруку, онда се купцима не може испоручити предвиђена количина хартија. На неким тржиштима, клириншка кућа "улази у куповину" акција за тренутно салдирање. Ово значи да клириншка кућа стиче акције по најбољој могућој цени и користи их да измири купца. Разлика у трошковима између цене која је захтевана од клириншке куће и цене коју је могуће наплатити од купца надокнађује продавац који није из-

вршио испоруку. На осталим тржиштима несалдирана позиција се води даље и не-тује са трговањима чије је доспеће на следећи дан. "Улажење у куповину" се пре-дузима само ако негативна позиција континуирано постоји у предвиђеном периоду и цене на тржишту расту.

Међународна димензија

При изградњи модела клиринга и салдирања, неопходно је имати у виду листу препорука Групе 30, објављену 1989. године у извештају Систем клиринга и салди-рања на светском тржишту хартија. Међународно друштво администратора хар-тијама од вредности је 1995. године издало неке од иновираних верзија наведених препорука:

I. Сва поређења трговања између директних учесника на тржишту (тј. брокера, брокер/дилера и осталих чланова берзи) би требало да буду завршена до T+0. Упарени детаљи трговања би требало да буду повезани са системом за салдирање.

II. Индиректни учесници на тржишту (као што су институционални инвести-тори или свака уговорна страна у трговању која није брокер/дилер) би требало да изврше позитивну потврду детаља трговања на T+1.

III. Свака земља би требало да има делотворног и потпуно развијеног цен-тралног депозитара, организованог и управљаног да охрабри најширу могућу ди-ректну и индиректну индустрију учесника. Обим квалификованих инструмената депозитара би требало да буде што је могуће шири. Имобилизација или дематери-јализација финансијских инструмената би требало да се достигне до крајње могу-ће мере. Ако на истом тржишту постоји неколико CSD-а, они би требало да раде према компатибилним правилима и пракси, са циљем смањивања ризика салдира-ња и омогућавања коришћења фондова и доступних хартија од вредности које су дале обе стране, за уговор или предузимање за улогу плаћања.

IV. Свако тржиште је охрабрено да смањује ризик салдирања увођењем сал-дирања на велико у реалном времену или кроз систем нетовања трговања који потпуно испуњава "Ламфалусс-препорукe".

V. Истовременост испоруке и плаћања (DVP) би требало да функционише као метод салдирања свих трансакција хартијама. DVP се дефинише као: истовре-мена, коначна, неопозива и одмах доступна размена хартија од вредности и гото-вине на континуираној основи током дана.

VI. Плаћања у вези са салдирањем трансакција хартија од вредности и серви-сирање портфеља хартија би требало да се врше конзистентно преко свих инстру-мената и тржишта усвајањем конвенције "истог дана" средстава.

VII. Систем "котрљајућег салдирања" би требало да се усвоји од свих тржиш-та. Коначно салдирање би требало да се догоди на T+3.

VIII. Узимање и давање хартија у зајам би требало охрабривати као метод убрзања салдирања трансакција хартијама. Постојеће регулаторне и пореске ба-

ријере које спречавају или ометају праксу позајмљивања хартија би требало да буду уклоњене.

IX. Свака земља би требало да усвоји стандарде ознака за хартије развијене од Међународне организације за стандаризацију (ISO стандард 7775). Посебно земље би требало да усвоје ISIN систем бројева за емисије хартија као што је то дефинисано ISO стандардом 6166.³⁵⁾

35. В. Lawrence, Eleventh Hall, 1998, наводи да је то од значаја за SWIFT.