

*Др Добросав Миловановић,  
и.о.м*

## **Регулаторно окружење финансијских тржишта**

### **Резиме**

*Сиварањем све пошћунијих услова за развој домаће тржишне привреде, јавља се пошћреба за увођењем и доградњом разноврсних финансијских инструмената, финансијских услуга, учесника на финансијском тржишћу особљених за пружање све софистициранијих услуга, поузданих, транспарентних, економичних и ефикасних финансијских тржишћа, система за клиринг и салдирање, централног регистра и сл. У условима у којима смо до недавно живели, није било просћора за комплеирање и квалитетно функционисање финансијског тржишћа, иако да су због неизвесности преовладала краћкорочни финансијски инструменти, док су учесници на тржишћу углавном фигурирали и учесћивали у релативно скромном обиму трговања. Услед тога, квалитет знања, искуства и број запослених у посћојећим институцијама још увек не задовољава стандарде уобичајене у развијеним или у земљама које су раније ошћочеле процес транзиције. Дате објективне околности, нису пружиле основни регулаторним теллима да усосћаве информационе, кадровске, организационе, методолошке и друге претпосћавке за регулацију сензитивних финансијских тржишћа. Посћојећа правна регулатива је уређивала извесна шћтања без пошћребе или на неадекватан начин, или су иако, изван ошћике посмаирања, ошћајала сшћрашћки значајна шћтања. Приликом израде закона и других прошћа, исћољено је недовољно разумевање сушћине проблема. Истћовремено, нису коришћени модерни принципни као што су анализа ушћијаја регулативе (Regulatory Impact Analysis), анализа шћрошћова и корисћи (Cost-Benefit Analysis) и сл. То је доводило до нешћребно*

великог оштрећивања учесника на финансијском тржишту, које се оштрећу, преносило на крајње кориснике финансијских услуга и усјоравало или ометало коришћење финансијских тржишта као значајних механизма за прикућвање пошребних финансијских средстава и за редисјрибуцију различитих ризика.

У штексти аушор указује на поједине примере регула које су, у иначе тешиким условима, изазвале нешопребне проблеме у примени или ошјежале рад учесника и регулатора на финансијском тржишту. Паралелно са тим, приказаше се одрећени број нових решења и предложити извесна унапрећења. Коначно, указаћемо и на стратешке правце и принципне развоја нових закона и праишеће регулативе.

**Кључне речи:** финансијско тржиште, финансијски инструменти, учесници на финансијском тржишту, берза, касшоди банка.

У даљем тексту указаћемо на поједине примере регула које су, у иначе тешким условима, изазвале непотребне проблеме у примени или отежале рад учесника и регулатора на финансијском тржишту. Паралелно са тим, приказаше се одрећени број нових решења и предложити извесна унапрећења. Коначно, указаћемо и на стратешке правце и принципе развоја нових закона и пратеће регулативе.

Предвићено је да примена Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената<sup>1)</sup> отпочне 1. јуна 2003. године, чиме би престали да важе Закон о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима<sup>2)</sup> и Закон о хартијама од вредности.<sup>3)</sup> Ово обједињавање норми има смисла, јер се урећују међусобно повезана питања финансијских инструмената, учесника на тржишту, процедуре трговања, клиринга и салдирања, као и регулаторног тела. Истовремено, стварају се претпоставке да се поред надлежности, законом уреди и статус Комисије за хартије од вредности, што је правна претпоставка за обезбећивање независности регулаторног тела у складу са принципима Међународне организације регулаторних тела. У вези са тим, требало би при изради новог устава предвидети, не само због Комисије за хартије од вредности, него и других независних регулаторних тела, нпр. у области телекомуникација, енергетике и сл, могућност њиховог формирања, с обзиром да одредба чл. 94. важећег Устава Републике Србије предвиђа као организационе облике у области управе искључиво министарства, органе управе у саставу министарства и посебне организације. При том, ново решење би требало да одражава праксу развијених тржишних економија, где независна регулаторна тела комбинују елементе законодавне, извршно-управне и квазисудске власти, у циљу ефикасне и независне регулације, примене и контроле одрећених области привредног и друштвеног живота.

Решење прелазних одредби о одлагању ступања на снагу новог Закона сматрамо исправним, јер се стварају претпоставке да се сви учесници и регулатори на

1. Службени лист СРЈ", бр. 65/2002 (у даљем тексту: нови Закон)

2. Службени лист СРЈ", бр. 90/94, 20/99, 44/99

3. Службени лист СРЈ", бр. 26/95, 28/96, 59/98, 20/99, 44/99

тржишту на време упознају са новим моделом, али и истовремено да им се омогући да, у складу са веома убрзаним повећањем трговања и новим проблемима, предложе евентуалну доградњу усвојеног текста. У вези са тим је и потреба да се обезбеди довољна временска димензија за припрему подзаконске регулативе, чије би усвајање требало синхронизовати са отпочињањем примене Закона, што би обезбедило несметано увођење новог система.

### Финансијски инструменти

Нови Закон као најопштији појам за облике инвестирања и преношења ризика користи термин финансијски инструменти, што представља унапређење у односу на досадашњи израз тржишни материјал. Истовремено, у називу новог Закона и одредбама које га разрађују проширен је њихов круг предвиђањем варанта и депозитних потврда и отварање могућности за увођење нових финансијских инструмената. Поред тога, правилније су дефинисани финансијски деривати. Укупан резултат је проширење и прецизирање финансијских инструмената, што је један од веома значајних елемената за слободу и сигурност при избору најадекватније форме инвестирања односно преношења ризика и њихово подстицање.

С друге стране, сужен је круг финансијских инструмената у правцу облика који су уобичајени на финансијским тржиштима, кроз елиминисање хартија од вредности које се издају поводом промета робе и услуга, односно других инструмената који служе за реализацију појединачних послова и којима се јавно не тргује, већ они могу бити у промету на други начин (чек, меница, полисе осигурања, нестандардизоване изведене финансијске инструменте и сл).

Исто тако, прецизније је дефинисан појам краткорочних односно дугорочних хартија од вредности и избегнута дилема која је постојала по постојећем Закону о хартијама од вредности у погледу категоризације хартија издатих на годину дана.<sup>4)</sup>

Једна од кључних дилема је статус тзв. акција које су приватизоване по Закону из 1997. године. Наиме, постоје подељена мишљења око тога да ли су то хартије од вредности отворених или затворених друштава. У прилог првог гледишта истицања је чињеница да је њихов упис био организован путем јавног позива и да се трго-

4. Код нас још увек су релативно значајне краткорочне хартије од вредности којима се примарно тргује. Увођењем система свеобухватног евидентирања трговања, инвеститори имају јаснији увид у степен ризика који прихватају. Такође, то ствара и услове за плаћање различите каматне стопе, зависно од тренутног квалитета, односно рејтинга датог емитента. Ипак, неопходно је обезбедити и да инвеститори добију податке о укупној задужености емитента, а не само по основу емисије краткорочних хартија од вредности. На тој линији су и најновије мере Комисије за хартије од вредности и финансијско тржиште, које захтевају објављивање кључних података који говоре о »здрављу емитента«, чију би истинитост гарантовало одговорно лице емитента. Тиме ће се повећати транспарентност финансијског тржишта, омогућити инвеститорима да донесу информисане одлуке и да на основу тога могу сами сносити све последице које су резултат њихове (неуспешне) пословне одлуке о инвестирању.

вина обавља на финансијској берзи. С друге стране, навођено је да дата друштва немају обавезу да објављују податке одређене врсте, што је кључно обележје отворених друштава и да сама приватизација нужно не подразумева и отварање друштва.<sup>5)</sup> Нови Закон предвиђа да за акције које се дистрибуирају у процесу приватизације није неопходно одобрење проспекта и да се њима може трговати на организованом тржишту само ако проспект на основу којих се врши јавна понуда тих хартија садржи све податке утврђене актом Комисије за хартије од вредности за проспект за дистрибуцију хартија од вредности. Имајући у виду да појам дистрибуције није довољно јасно прецизиран (изгледа да се односи само на примарно тржиште), као и чињеницу да Закона о приватизацији из 2001. године предвиђа да се акцијама из својинске трансформације обавезно тргује на берзи, сматрамо да је неопходно да нови Закон у прелазним и завршним одредбама изричито определи статус акција приватизованих по Закону из 1997. године. Могуће решење би било да се датим акцијама тргује на начин предвиђен Законом из 2001. године, уз могућност ових предузећа да стекну статус отворених друштава ако поднесу одговарајући захтев Комисији и испуне све потребне услове. Тиме би се истовремено избегли и сукоби надлежности између Комисије и Министарства за привреду и приватизацију за уређивање и контролу секундарног трговања на берзи, што се у досадашњој пракси догађало.

### Учесници на финансијском тржишту

Унапређење новог текста закона представља проширење делатности брокерско-дилерских друштава<sup>6)</sup> и њихово правилније дефинисање. У том смислу, превазиђено је постојеће решење, које под **брокерским** начином трговине подразумева обављање послова у туђе име и за туђ рачун, уз наплату брокерске провизије. Наиме, одредба чл. 85. новог Закона, поред овог вида, предвиђа и пословање у своје име, а за рачун налогодавца (тзв. комисионо иступање). Овај облик олакшава трговање, јер брокерска кућа може, обједињујући више мањих, формирати већи налог за куповину или продају одређеног финансијског инструмента, чиме за клијента може постићи повољнију цену и мање трошкове. Његова предност постоји и када крајњи купац односно продавац не жели да се открије негов идентитет при трговању, при чему се дати циљ у потпуности постиже вођењем хартија од вредности на збирном кастоди рачуну.

5. Поред тога, по Закону из 1997. године, постојао је низ ограничења у погледу промета овим акцијама у смислу обима допуштеног трговања по годинама и права прече куповине постојећих акционара, што је стварало низ проблема у трговини на берзи. Законом из 2001. године, ова ограничења су укинута.

6. Термин брокерско-дилерско друштво је уобичајен у свету, те представља унапређење у односу на термин берзански посредник.

Под **дилерским** начином трговине законодавац подразумева обављање посредничких послова у своје име и за свој рачун, уз остваривање разлике у цени, што је у основи и решење новог Закона.

Након усвајања Закона из 1994 године, истакнуто је да је у наш правни поредак уведена институција **маркет мејкера**. Дато решење није одразило њихову суштину. Наиме, Закон је обавезе маркет мејкера непримерено проширио и на посреднике који иступају у својству брокера, као и на дилере који нису прихватили обавезу иступања у својству маркет мејкера. Доследна примена тог решења могла је имати негативне последице и на формирање цене предмета трговања при коришћењу појединих метода трговања – нпр. аукције. Стога би требало предвидети да обавеза дилерске фирме да иступа у својству маркет мејкера, постоји само када то она, уколико испуњава предвиђене услове, изричито прихвати.

Према важећем Закону, поред трговине, брокерскодилерске куће могу обављати и послове пружања саветодавних услуга у вези с емисијом и трговином хартија од вредности, чувања хартија од вредности, вођења портфеља хартија од вредности за рачун корисника услуга и друге послове у вези с трговином тржишним материјалом. Наведени послови су предвиђени и новим Законом, изузев чувања хартија од вредности, што је и логично с обзиром на принцип дематеријализације хартија од вредности.

Новим законом уведена је и могућност обављања послова агента односно покровитеља емисије тј. организовања примарне емисије хартија од вредности. Послови агента подразумевају пружање савета у погледу врсте хартија од вредности, обима, цене и времена емисије, припреме одговарајуће документације за регистрацију датих хартија код Комисије односно берзе, као и организовање синдиката за примарну продају хартија. Поред тога, покровитељ би, ако на то пристане, био дужан да откупи хартије од вредности дате емисије ради њихове даље продаје или да откупи оне које нису продате у предвиђеном року, по унапред утврђеној цени. Ова обавеза је од изузетног значаја за емитента, који тиме стиче извесност у погледу прикупљања предвиђеног износа средстава.<sup>7)</sup>

Унапређење новог Закона састоји се и у проширењу могуће организационе форме брокерско-дилерског друштва са акционарског и на друштво са ограниченом одговорношћу. На овај начин омогућава се овим друштвима да прилагоде свој организациони облик врсти и обиму делатности које обављају, броју запослених и жељама власника у погледу степена отворености друштва за улазак нових и промену постојећих власника. Тиме је превазиђена крутост постојећег Закона који де-

7. Требало би размотрити могућност да се новим законом изричито предвиди могућност обављања још неких активности. То је најпре посао аранжирања који се, по својој природи, налази између трговања и инвестиционог саветовања. То је ситуација када лице А упозна лице Б са лицем Ц, како би потоњи закључили уговор, а затим од лица Б добија провизију не само за први, него и за све касније послове које лице Б закључи преко лица Ц. Смисао је да се регулативи подвргну и ова лица, иако она иначе не тргују, нити дају чисто инвестиционе савете.

таљно уређује оснивање берзанских посредника брокерскодилерског начина трговине. Тако важећи закон предвиђа да се они оснивају у форми акционарских друштава, при чему берзанског посредника дилерског начина трговине могу основати најмање три правна, а брокерског начина трговине најмање два физичка лица.

Важећи Закон, предвиђа следеће услове за оснивање берзанског посредника брокерског и дилерског начина трговине:

1) минимални динарски износ новчаног дела основног капитала, што није примерено могућој промени вредности домаће валуте. Стога је новим законом вредност основног капитала предвиђена у динарској противвредности евра. Имајући у виду проширење потенцијалних делатности брокерско-дилерских друштава, као у словеначком закону, за сваку од њих предвиђени су одговарајући износи, према степену ризика који носе. Исто тако, иако су при изради закона постојале такве идеје, избегнута је аналогија са нивоом минималног капитала за банке, у смислу приступа тзв. "нивоа поља за играње". Наиме, чињеница да се огранак банке може бавити идентичним пословима као и брокерскодилерске куће, не би требало да подразумева прописивање високог нивоа минималног капитала брокерскодилерских кућа, ради наводног успостављања равноправности између различитих играча на тржишту. Делатност банке и ризици које она носи, је сасвим другачије природе од делатности трговања хартијама од вредности и са тиме повезаних ризика;

2) кадровска и техничка оспособљеност за успешно обављање послова за које се оснива, што подразумева постојање одговарајућег броја лица са лиценцом (положеним стручним испитом) у сталном радном односу односно потребну рачунарску опрему и опрему за телекомуникацију;

3) прибављање дозволе за рад од комисије за хартије од вредности и финансијско тржиште.

У погледу кадрове оспособљености нови закон је смањио потребан број на само једно лице, а прописивање ближих услова у погледу организационе и техничке оспособљености, препустио је Комисији за хартије од вредности.

Потребу везивања преузетог ризика за ниво основног капитала постојећи Закон је предвидео за дилерски начин трговине. Међутим, имајући у виду да су брокерско-дилерска друштва одговорно за свако салдирање на тржишту, било је потребно да се преузимање ризика при обављању њихових активности које подразумевају учешће у салдирању, веже и за њихову ликвидност, а не само за ниво основног капитала. То је и предвиђено поглављем новог Закона »Заштита од ризика обављања делатности брокерско-дилерског друштва«, који предвиђа адекватност капитала и израчунавање адекватности капитала, изложеност ризику, резерве за опште ризике и посебне резерве и ликвидност. У вези са тим су и поглавља »Надзор над ризиком« и »Мере за обезбеђење адекватности капитала и ликвидности«. Велики значај имају и одредбе из поглавља »Правила сигурног и доброг пословања« која их усмеравају императивним путем и обезбеђују заштиту клијената.

Сматрамо да би требало предвидети само она нормативна ограничења, која обезбеђују поузданост пословања брокерскодилерских кућа према врсти активности коју обављају, а тиме и ризика које преузимају, без покушаја њиховог административног свођења на неколико гломазних институција. “Мале куће” које испуњавају минималне услове, могу се показати успешнијим и прилагодљивијим у обављању појединих врста пословања, уз стварање претпоставки, ради реализације одређених пословних подухвата, за “природни” пут ка већим институцијама. У свему осталом би требало препустити конкуренцији да пружи адекватне одговоре. У прилог томе говори и чињеница да је реч о профитним институцијама и да је неопходно обезбедити да клијенти добију најквалитетнију услугу уз најмање могуће трошкове. Поред наведеног, при изради законских и подзаконских решења, неопходно је обезбедити укључење у јавну расправу свих заинтересованих субјеката о предложеним решењима, што је иначе уобичајена пракса свих регулаторних тела у свету.

Такође, с обзиром да би тзв. регулација путем репутације требало да постане основни стил рада наше Комисије, стално обавештавање о резултатима рада брокерскодилерских кућа би требало да постане редовни метод рада. На тај начин се јавности омогућава да раздвоје фирме које су се у својој пословној политици првенствено определиле за дугорочно и квалитетно пословање и оне којима је првенствени циљ краткорочна зарада или чак, превара.

### **Организовано тржиште – берза**

Нови закон у делу који дефинише значење појединих појмова, иако предвиђа као посебне појмове организованог тржишта и берзе, није их јасно раздвојио те они изгледају као синоними. Ово прецизирање је неопходно или у правцу јединственог термина, или схватања организованог тржишта као ширег појма. У потоњем случају, било би неопходно предвидети облик(е) тржишта који би се могао успоставити, као и услове за његово оснивање. Ако би то био случај, онда би требало обезбедити њихову поузданост, транспарентност, равноправност учесника и одговорност за евентуалне пропусте.

### **Оснивање берзе**

Новим законом, као и код брокерско-дилерских друштава, допуштена је и форма друштва са ограниченом одговорношћу, што сматрамо позитивним решењем. Потенцијални оснивачи финансијске берзе према постојећем Закону су банка, Поштанска штедионица, осигуравајуће друштво, савезна држава и република чланица. Разлози због којих су из круга оснивачи искључене брокерскодилерске куће нису јасни. Реч је о фирмама које су и пре закона, а нарочито у последњој деценији представљали кључне учеснике у трговању хартијама од вредности. Оне су, поред својства члана берзе, неспорно заинтересоване и за организацију, начин ра-

да, могућност учествовања у управљању и развоју, и обезбеђивање средстава за рад ових институција. Искључење дате могућности имало је негативне последице и на односе берзе и ове категорије њених чланова. Додатни проблем је и чињеница да се банке у досадашњем раду берзе, углавном нису појављивале као главни учесници на тржишту. Стога је исправно решење новог Закона, по коме се и брокерско-дилерска друштва могу појавити као оснивачи берзе. С друге стране, сужен је круг оснивача, елиминисањем Поштанске штедионице, осигуравајућег друштва и оних банака које немају овлашћење за обављање делатности брокерско-дилерског друштва.

Процедура за оснивање берзе је новим Законом знатно поједностављена. Наиме по важећем закону, она је подељена на два сегмента:

а) подношење захтева за издавање дозволе за оснивање Министарству за финансије, које оцењује оправданост и сврсисходност оснивања берзе са аспекта развоја и унапређења финансијског тржишта, конкуренције и економске политике земље;

б) по добијању дозволе за оснивање и одржавања оснивачке скупштине, оснивачи подносе захтев за издавање дозволе за рад берзе, уз који подносе одговарајућу документацију.

Уз то, нови Закон избегава двојност надлежности Народне банке и Комисије за хартије од вредности за давање дозволе за рад финансијске берзе у зависности од предмета трговања, предвиђајући искључиву надлежност Комисије за финансијске инструменте који су предмет његове регулативе. Ово је значајно тим пре, што постојећи Закон не одређује који је орган водећи у смислу опште контроле над пословањем берзе. Стога се у пракси догодило, да су приликом тражења дозвола за рад, као и за касније измене и допуне одговарајућих аката, Комисија и НБЈ имали различито мишљење по истим питањима, при чему правно није било могуће да берза истовремено испуни различите захтеве. Према томе, законодавац је системски уградио потенцијалне сукобе мишљења надлежних органа. То је додатно искомпликовао предвиђањем институције Комесара берзе, као свакодневног супервизора кретања на берзи, који ни до данас није уведен. Имајући у виду модел спровођења надзора, поставља се питање да ли Комисија односно НБЈ уопште могу да предузимају одређене мере према берзи, без постојања Комесара.

Нови Закон, за разлику од претходног не предвиђа детаљан садржај статута, али као и важећи детаљно прописује садржај Правила берзе. По новом Закону поред статута, и правила пословања и тарифник се објављују у службеном гласилу државе. Јавност ових општих аката је од изузетног значаја, како би се чланови и учесници на берзи упознали са својим правима, обавезама, методима трговања и осталим елементима процеса који се одвијају на берзи, чиме се јача поверење у берзу, као гаранта поштеност трговања.<sup>8)</sup>

8. Берза стиче својство правног лица уписом у судски регистар. Правно лице које није основано као берза, у складу с овим законом, не може се уписати у судски регистар као берза и не може користити назив берза, чиме се штити дати назив (чл. 22. ЗББПБП).

### Имовина берзе

Ограничење могућности преноса акција на постојеће акционаре, а уз квалификовану већину на правна лица која по закону могу бити оснивачи берзе, није предвиђено новим Законом, што је у складу са приступом који при оснивању и организацији берзе пружа већу слободу улагачима (акционарима односно власницима удела). Акције берзе према важећем Закону не доносе дивиденду акционарима, а остварена добит користи се за унапређење берзанског пословања. Према томе, берза је непрофитна организација. У свету профитне берзе представљају солуцију која све више добија на значају, са потребом смањивања трошкова и повећања ефикасности. Код концепта профитних берзи, неопходно је обезбедити регулацију кроз дејство принципа конкуренције међу берзама и осталих тржишта. У одсуству таквог приступа, регулација надлежних (државних) органа, мора спречити потенцијалне негативне конотације код непрофитне берзе, у виду бирократског и монополског понашања, занемаривања иновације, претераних трошкова трговања. Усвајајући ове разлоге, Закон предвиђа модел профитне берзе. У вези са чињеницом да постоји једна берза, неопходно је обратити пажњу на питања монополског положаја, трошкова пословања и државног интереса, а у складу са тим и прелазног режима постојеће берзе од непорофитне ка профитној институцији. Истовремено, ту је и питање статуса донација које су до сада додељене берзи.

### Органи берзе

Поред органа који иначе карактеришу акционарска друштва односно, по новом Закону и друштва са ограниченом одговорношћу, берза може образовати и друге органе, у складу са својим статутом. Такође, ради решавања спорова између учесника на берзи по пословима закљученим на берзи берза образује арбитражу.<sup>9)</sup> Одлука арбитраже је коначна. Чланови управног и надзорног одбора и директор берзе не могу бити чланови арбитраже. Арбитражним поступком обезбеђује се брзо решавање спорних ситуација, што је примерено природи финансијских тржишта и циљевима који се на њима желе остварити.

Такође, берза образује комисију за листинг и котацију хартија од вредности, чије чланове именује управни одбор берзе.

### Берзанска тржишта

Нови Закон уклања термиолошке нејасноће постојећег Закона у погледу врсте тржишта која се налазе на берзи. Уместо берзанске, регулисане ванберзанске и слободне ванберзанске трговине, предвиђена су берзанско (на коме се може трговати само хартијама од вредности које су примљене на берзу) и слободно бер-

9. Имајући у виду термин учесника, где спадају и посетиоци берзе, сматрамо да би требало прецизирати круг лица за које је надлежна арбитража.

занско тржиште (на коме се могу укључити хартије које не испуњавају услове за листинг, које су у целини уплаћене и које могу бити предмет јавне понуде на организованом тржишту). Тако се превазилазе проблеми са којима су се суочавали регулатори и учесници на тржишту нарочито у погледу статуса регулисаног и слободног ванберзанског тржишта, који су и по постојећем Закону у суштини видови тржишта на берзи.

### **Информисање на берзи**

Нови Закон такође предвиђа да је берза дужна да организује информациони систем којим се обезбеђује равноправност учесника у трговини и приступу релевантним информацијама. Истовремено тиме се обезбеђује реализација циљева постојећег Закона у погледу обавештавања јавности о: обиму понуде и тражње на берзи; обиму закључених послова на берзи по врсти тржишног материјала; почетној, средњој и закључној цени појединог тржишног материјала; котацијама на берзи; тржишном материјалу којим се тргује на берзи; другим подацима за које управни одбор одлучи да су значајни и да утичу на рад и стабилност берзе. Реч је о примени принципа транспарентности – као значајном сегменту поштености тржишта. Међутим, требало би предвидети и временску димензију у погледу појединих од ових обавештавања, као и које податке и у ком тренутку су учесници на тржишту дужни да објаве, односно јавно изнесу на тржиште.

### **Кључна питања регулације берзе**

Кључна питања на која би требало обратити пажњу при регулисању берзе законом, актима Комисије односно актима берзе су:

1. услови за оснивање берзе и евентуално других облика организованих тржишта. Ако је оправдано установити више различитих тржишта, онда би требало водити рачуна о сличним стартним позицијама, како би се обезбедили услови за поштenu конкуренцију и истовремено избегла регулаторна арбитража, односно бирање организационог облика који подразумева блаже услове за оснивање;

2. улога, циљеви и задаци берзе у погледу организовања и стварања свих потребних услова за сигурно, транспарентно, поштено, ефикасно и економично трговање различитим предметима трговања, уз потпуну равноправност свих учесника и обавештавање јавности о свим подацима од значаја за доношење правилне инвестиционе одлуке, као и у циљу контроле обављеног трговања од стране јавности и надлежних регулаторних тела;

3. неопходно је извршити избор између модела берзе као профитне и непрофитне институције, што опредељује битно различити правни режим коме се подвргавају берзе, у смислу начина њиховог управљања, степена регулације коме су подвргнуте, (не) располагања берзе регулаторним овлашћењима и сл;

4. неопходно је дефинисати облик својине над берзом и круг могућих оснивача на шта смо већ раније указали;

5. неопходно је прецизно дефинисати надлежно регулаторно тело, на начин који је учињен новим Законом, чиме се избегава сукоб надлежности, односно ставова по одређеним питањима;

6. питање надлежних органа и тела берзе;

7. предвиђање услова за пријем финансијских инструмената на листинг. У том смислу нпр. када су акције у питању, критеријуми би били број емитованих акција, број акционара у чијем се поседу оне налазе, висина капитала компаније, време од њеног оснивања, исплата дивиденди, уз предвиђање обавезе достављања различитих података неопходних инвеститорима за процену ризика и доношење правилне одлуке о инвестирању и гарантовање тачности датих података од стране емитента. Према томе, берза не улази у питања бонитета уместо инвеститора, рејтинг агенција, банака и осталих учесника, па тиме и не сноси одговорност у том смислу;

8. избор модела трговања на берзи:

- електронско трговање или трговање на паркету или и једно и друго;
- налозима или котацијама вођено трговање;
- трговање на позив или континуирано трговање;

9. организациона форма (унутар или ван берзе) и методи клиринга и салдирања (трговање по трговање, нетовање, рок салдирања, (не)истовременост испоруке и плаћања) Нови Закон је предвидео да се клиринг и салдирање одвија унутар Централног регистра.

### **Централни регистар хартија од вредности**

Нови Закон предвиђа оснивање Централног регистра хартија од вредности као акционарског друштва са већинским уделом државног капитала. У њему се обавља вођење регистра хартија од вредности и пратећи послови евиденције различитих права, чување материјализованих хартија од вредности и њихова дематеријализација, вођење новчаних рачуна чланова, клиринг и салдирање и сл. Централни регистар има својство саморегулаторне организације која се налази под надзором Комисије. Увођењем принципа дематеријализације хартија од вредности (чл. 11 Закона) повећава се правна сигурност, ефикасност и економичност издавања и трговања хартијама од вредности. Такође вођење евиденција акционара и акција изван предузећа обезбеђује непристрасност и додатну сигурност власницима акција. У овом или другом закону би требало разјаснити однос Централног и Привременог регистра.

### **Кастоди банка**

Нови Закон уводи институцију кастоди банке, којој дозволу за обављање те делатности издаје Комисија, уз претходну сагласност Народне банке. Кастоди банка обавља за своје клијенте низ значајних послова као што су отварање и вођење власничких и збирних кастоди рачуна хартија од вредности код Централног регистра, извршава налоге за пренос права из хартија од вредности и налоге за упис права трећих лица на хартијама од вредности и стара се о преносу права из тих хартија, наплаћује различита потраживања од издавалаца хартија, обавештава акционаре о годишњим скупштинама и заступа их на њима и сл. Вођење збирних кастоди рачуна омогућава примену "nomini name" принципа. Реч је о могућности власника да се избегне откривање његовог идентитета приликом трговине, преноса и вођења евиденције његових хартија од вредности. Закон обезбеђује и потпуну заштиту власника хартија од вредности за случај ликвидације, стечаја или измиривања обавеза кастоди банке према трећим лицима.

Поред већ наведених (организовано тржиште/берза) текст новог Закона би требало да прецизира значење извесних појмова и успостави њихов логичнији редослед. Тако би поред хартија од вредности требало навести и друге финансијске инструменте код дефинисања јавне понуде односно трговине хартијама од вредности. Термин дистрибуција хартија од вредности би требало проширити јавном продајом хартија од вредности затвореног друштва на «секундарном тржишту» или то предвидети као посебан појам. Уз то, због усвајања Уставне повеље и Закона за спровођење Уставне повеље, требало би ускладити називе државе и одређених органа.

### **Понуда за преузимање акција**

Реч је о области која постојећим Законом није уопште била регулисана, изузев одредбе која се односила на обавезу прибављања одобрења Комисије за стицање 25% и већег учешћа у основном капиталу акционарског друштва. При томе, ова обавеза је неоправдано била предвиђена за емитента, а не за понудиоца (потенцијалног купца), није прављена разлика између акција са и без права гласа и нису били дефинисани критеријуми, што је водило тумачењу да је било неопходно доставити податке о бонитету преузимаоца акција. Нови Закон детаљно прописује процедуру преузимања акција, при чему је неопходно до краја разрадити предложени модел.

### **Правци развоја регулативе финансијских тржишта**

Закони, пратећи прописи и акти саморегулаторних организација морају бити засновани на стратегији која обезбеђује поуздана, отворена, ефикасна и економична финансијска тржишта. Истовремено, неопходно је да они потпуно и

усклађено регулишу дату област. Веома је важно обезбедити потпуну извесност њихове примене у погледу превентивног и репресивног деловања, али и избегавања непотребног оптерећења учесника на тржишту. Иновативност и остали позитивни аспекти тржишног понашања не смеју наилазити на било какве баријере. Исто тако, носиоци манипулативних понашања би морали да буду уверени да је степен вероватноће да неће бити откривени минималан и да ће према њима бити предузете одговарајуће санкције. Регулатива не би требало да оставља превише простора за дискрециона овлашћења регулаторних и саморегулаторних органа и организација.

Закони и прописи регулаторних и саморегулаторних тела морају уважити наслеђену реалност, али истовремено и обезбедити хармонизацију са правом Европске Уније и усвајање тзв. најбоље праксе водећих тржишних економија и земаља у транзицији. У вези са тим, са правног аспекта, велики значај имају прелазне и завршне одредбе којима се предвиђају различити стандарди и динамика њиховог достизања. Тиме се постиже извесност свих учесника и регулатора на финансијском тржишту и уважава реалност и поступност у достизању датих стандарда. Поред правног аспекта, степен и темпо развоја финансијских тржишта зависиће преваходно од политичке стабилности, укупног развоја економије и темпа едукације учесника и регулатора.

**Dobrosav Milovanović, Ph.D.**

**Deputy Minister, Ministry of International Economic Relations, Belgrade**

## **Regulatory Environment of Financial Markets**

### **Summary**

*The improvement of the conditions for development of internal market economy creates the need for initiation and upgrading of various financial instruments, financial services, reliable, transparent, cost-effective and effective financial markets, as well as systems for clearing and balancing, central registry and likewise. Having in mind our recent living conditions, there was no space for the completion and high-quality financial markets functioning. For the reason of incertitude, the short-term financial instruments prevailed while the market participants only existed artificially and took part in relatively poor scope of trading. As a result of the above mentioned, the quality of knowledge, experience and a number of the employed in already existing institutions, still does not keep up with the usual standard in developed countries or in those who had earlier set up the transition process. The given objective circumstances did not make a base even for regulatory bodies in establishing informational, personnel, organizational methodology and other surmises for the regulation of high-sensitive financial markets. The existing legislation arranged some issues without any need or inadequately or, otherwise, beyond the realization scope, strategically important issues were not regulated. During the law drafting, an in-*

*sufficient understanding of the essence of problem arouses. Simultaneously, there existed no usage of modern principles like Regulatory Impact Analysis, Cost-Benefit Analysis and so on. It produced unnecessary ballast for the financial markets partakers, which, again, made its influence on final users of financial service and questioned or disturbed the use of financial markets as important mechanisms in acquiring necessary financial means even for redistribution of various risks.*

*In this text, the author points to a certain examples of rules, which gave rise to pointless appliance problems or protracted the work of participants and regulators on financial market. Analogous with that, a certain number of latest solutions as well as definite upgrading will be taken to light and proposed. Finally, we will indicate strategic course and principles of development of new laws and concomitant legislation.*

**Key words:** *financial market, financial instruments, participants in financial market, exchange, custody bank.*