

*Александар Малишић,  
Министарство финансија и економије РС, Београд*

## **Нови регулаторни оквири за уређење тржишта хартија од вредности**

### **Резиме**

*У шекстиу Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената имплементирани су бројни правни инструменти неизнани решењима у позитивном законодавству. Такође, правни инструменти обухваћени нормама позитивних прописа у области хартија од вредности доуњени су у мери која доприноси њиховој примени. Одредбе овог закона израз су прејосиавке да домаће тржиште хартија од вредности, као део ширеј сегментија европског и глобалног финансијског тржишта, мора да почива на кључним правилима, базним концепцијама и принципима дајим у нормама међународног права и основним стандардима прихваћеним и поврђеним на развијеним тржиштима хартија од вредности.*

**Кључне речи:** *јавна понуда, просекти за дисрибуцију хартија од вредности, организовано тржиште, брокерско-дилерска друштва.*

Постојаност једног финансијског система зависи од способности тог система да одговори захтевима времена у коме треба да остварује своје функције. Уколико ове функције нису у потпуности имплементирани у законима и другим прописима којима се уређује финансијски систем једне земље, разумљиво је да постоји потреба да такви прописи и такав систем буду усклађени са актуелним захтевима и потребама финансијског тржишта.

У теорији<sup>1)</sup> је углавном прихваћено становиште да један финансијски систем може да осигура своју дуговечност само уколико остварује следеће функције:

1. ако обезбеђује начине за трансфер економских извора и алокацију средстава кроз време, простор (т.ј. ван државних граница) и између различитих сектора привреде и различитих делатности;

2. ако обезбеђује начине за управљање ризиком;

3. ако обезбеђује начине за обављање клиринга и салдирања плаћања у циљу лакшег обављања трговине;

4. ако обезбеђује механизам за креирање пула економских извора и за поделу на више категорија власништва у различитим облицима компанија;

5. ако обезбеђује информације о ценама да би помогао у утврђивању смерница за децентрализовану доношење одлука у разним секторима економије;

6. ако обезбеђује начине за превазилажење проблема који настају кад једна страна у трансакцији има информацију коју друга страна нема или кад једна страна наступа као агент друге стране.

Комплекснији економски системи свакако захтевају софистициранија правна решења да би наведене функције могле да се остварују. Комплексност домаће економије свакако је тема о којој се да расправљати, али се ни у ком случају не може оспорити њено све наглашеније стремљење ка глобалним економским трендовима. Процес приватизације домаћих предузећа иницирао је креацију читавог низа института и инструмената до недавно потпуно непознатих овдашњој популацији. Тако су, на пример, поједине стратегије заштите од непријатељског преузимања неочекивано брзо освојиле наклоност домаћих субјеката приватизације. Такође, трговина обвезницама старе девизне штедне иницирала је померање овдашњих стандарда трговине хартијама од вредности и оживљавање заборављених принципа везаних за трговину стандардизованим финансијским инструментима.

За постојећи правни поредак у нашој земљи тешко би се дало рећи да промовише основне функције финансијског система. Заправо, потврђује се (и то неподношљиво очигледно) правило да је стварност далеко маштовитија и агилнија од законодавца и да је дошло до нагомилавања нерешених правних питања.

Наслеђени правни оквири (Закон о хартијама од вредности и Закон о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима) заправо и нису били дизајнирани да поднесу захтеве које намеће садашњи развој ситуације.

У једној анализи домаћег тржишта хартија од вредности на следећи начин је окарактерисано тренутно стање:

»Доминантна карактеристика југословенског тржишта капитала је контраст који постоји између динамичног развоја тржишта и неадекватног правног оквира који би био у стању да задовољи потребе тржишта, као и недостатак правних норми које би националном регулаторном телу омогућиле да спроводи законске одредбе из ове области. До сада су учињени одређени напори са стране југосло-

1. »Finance«, Robert C. Merton, Zvi Bodie, Preliminary Edition, 1998.

венских и српских званичника да се овакво стање ублажи тако што се приступило израдама нацрта закона, али са доношењем и применом ових закона застало се због политичких маневара и неизвесности у погледу будућег уставног уређења Србије<sup>2)</sup>.

### **Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената**

У циљу превазилажења проблема проистеклих из застареле регулативе и успостављања система који би био способан да одговори захтевима времена у погледу веће сигурности и заштите учесника на тржишту хартија од вредности и других финансијских производа, могућности увођења тржишних иновација у погледу начина трговине и тржишних инструмената, интернационализације домаће индустрије финансијских производа и, генерално, стварања основних предуслова за функционисање финансијског система, приступило се изради текста Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената.

У тексту Закона имплементирани су бројни правни институти непознати решењима у позитивном законодавству. Такође, правни институти обухваћени нормама позитивних југословенских прописа у области хартија од вредности допуњени су у мери која доприноси њиховој примени. Целокупан законски текст израз је претпоставке да домаће тржиште хартија од вредности, као део ширег сегмента европског и глобалног финансијског тржишта, мора да почива на кључним правилима, базним концепцијама и принципима датим у нормама међународног права и основним стандардима прихваћеним и потврђеним на развијеним тржиштима хартија од вредности.

У том смислу, при изради законског текста респектовани су готово сви базни принципи IOSCO-а, принципи OECD-а о корпоративном управљању, директиве Европске Уније, као и одређени институти савременог англосаксонског права.

Сам текст Закона подељен је у десет основних сегмената:

1. опште одредбе и појмовник изрази;
2. хартије од вредности и други финансијски инструменти (појам, врсте, пренос права, итд.);
3. јавна понуда хартија од вредности (појам и врсте проспекта, cross border и single passport правила, поступак дистрибуције, изузеци од обавезе објављивања проспекта, трговина хартијама од вредности, итд.);
4. обавештавање јавности и привилеговане информације;
5. понуда за преузимање акција (take-over bid);
6. овлашћени учесници на тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената (брокерско дилерска друштва, овлашћене банке, кастоди банке, берзе хартија од вредности и финансијских деривата);

---

2. »Yugoslav Capital Market: Institutional and Legal Framework«, Erik T. Huitfeldt, мај 2002

7. централни регистар хартија од вредности;
8. комисија за хартије од вредности;
9. казнене одредбе и
10. прелазне и завршне одредбе.

### Јавност понуде

Независно од чињенице да се текст Закона по готово свим питањима разликује од досадашњих решења из дате области, потребно је издвојити неколико кључних принципа и института који детерминишу будуће регулаторне оквирице.

У својој основи, Закон уређује дистрибуцију и промет хартија од вредности и других финансијских инструмената који су због своје специфичности – издаваоци су углавном компаније или јединице локалне самоуправе, намењене по правилу ширем кругу унапред непознатих лица, стандардизоване су и носе идентична права и обавезе за издаваоце и имаоце ових инструмената, итд. – издвојени од осталих врста финансијских инструмената, као што су хартије од вредности чији је издавалац држава, хартије које представљају искључиво инструменте монетарне политике, менице, чекови и други инструменти плаћања или обезбеђења плаћања у комерцијалном промету роба и услуга, хартије од вредности и сертификати персоналног карактера својственом за тржиште новца и сл. Овакво опредељење Закона почива на концепту »инвестиционог уговора« по коме се сматра да је позив за закључење уговора инвестиционог карактера уколико се чини лицима која нису била позната у моменту упућивања позива, односно лицима која потенцијално нису способна да процене ризик инвестиције и да донесу рационалну инвестициону одлуку, те да стога мора да буде учињен у строго прописаној форми – у форми проспекта. У упоредном праву појам хартија од вредности, мање или више, дефинише се на сличан начин и почива на истом концепту, али у свим правним системима ови инструменти могу се (по правилу) нудити на продају само путем јавне понуде и уз просpekt који претходно одобрава надлежни регулаторни орган.

Појам инвестиционог уговора има релативно дугу историју и првобитно је био везан за прецедент америчког права проистекао из случаја *State v. Gopher Tire & Rubber Co.*, 1920. Међутим, овај концепт, у свом данашњем смислу, произашао је из познатог случаја који је вођен пред америчким Врховним судом током четрдесетих година овог века – *SEC v. W.J.Howey Co.* 328 U.S. Суд је утврдио да су уговори које је закључила компанија *W.J.Howey* са лицима некомпетентним да процене ризик инвестирања и без искуства у пословима те компаније представљају у основи хартије од вредности, а да је *W.J.Howey* нудио и продавао нерегистроване хартије од вредности.<sup>3)</sup> Дефинисање појма хартија од вредности кроз призму инвестиционих уговора накнадно је уобличено кроз низ судских одлука, као што је случај *Arthur Young & Co. V. Reves* (суд је утврдио да су каматоносне промисори ноте које

3. »Understanding the Securities Laws«, Larry D. Soderquist, Third Edition, 1998

су биле јавно нуђене и продаване од стране једне пољопривредне компаније из Арканзаса заправо нерегистроване хартије од вредности) или случај *Holloway v. Peat, Marwick, Mitchell & Co.* (суд је утврдио да су извесни сертификати издати од две финансијске институције из Оклахоме, без обзира што су били издати са роком доспећа краћим од шест месеци или краћим роком и што су били плативи на захтев имаоца, заправо нерегистроване хартије од вредности).<sup>4)</sup>

Модерни закони у појединим правним системима чак проширују појам хартија од вредности на тзв. финансијску комуникацију и захтевају поштовање прописане процедуре увек када таква комуникација представља »позив или подстицај за укључење у одређену инвестициону активност« (Financial Services and Markets Act, 2000).<sup>5)</sup>

Основни предмет регулисања Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената је јавна понуда хартија од вредности и других финансијских инструмената. Јавност понуде је управо оно основно обележје свих хартија од вредности чију дистрибуцију и промет уређује овај Закон. Настојање да се обезбеди јавност понуде јесте заправо настојање да се кроз правила о објављивању свих релевантних података о хартијама од вредности које су предмет такве понуде обезбеди адекватна заштита инвеститора (посебно непрофесионалних инвеститора) на тржишту хартија од вредности у складу са прихваћеним међународним стандардима и принципима. Извесни изузеци од доследно схваћене јавне понуде направљени су у погледу тзв. професионалних (софистицираних) инвеститора и на неколико места у тексту Закона пошло се од претпоставке да ова категорија инвеститора поседује довољно знања и да је у стању да располаже са довољно релевантних података за доношење рационалне инвестиционе одлуке.

Јавна понуда је генерални принцип на коме почива Закон и односи се како на продају хартија од вредности која се врши при издавању хартија од вредности (дистрибуција хартија од вредности), тако и на промет хартија на секундарном тржишту (организовано тржиште). Такође, продаја свих других финансијских инструмената које се у одредбама овог Закона изричито изузимају од примене Закона не може се вршити путем јавне понуде и било какве врсте јавног оглашавања.

У том смислу, у Закону је поштован IOSCO Принцип бр. 14. по коме је »потребно да прописима буде обезбеђено тачно и потпуно објављивање свих финансијских резултата и осталих информација битних за доношење инвестиционих одлука«. Такође, респектоване су у истом смислу и директиве Европске Уније које уређују обелодањивање информација, са којима издавалац хартија од вредности у земљама ЕУ мора да се усагласи да би уопште могао издавати хартије од вредности или да би могао хартијама трговати на берзи (Council Directive 79/279/EEC о условима за листинг на берзи, Council Directive 80/390/EEC, Directive 94/18/EC, Council Directive 90/211/EEC, Council Directive 82/121/EEC, итд.). Директиве ЕУ захтевају од компанија које су издале хартије од вредности (reporting issuers, у Закону –

---

4. »U.S. Securities and Exchange Commission, Fifty-fifth Annual Report«, 1989.

5. »World Securities Law Report«, March 2002.

јавна друштва) да перманентно обезбеђују објављивање годишњих извештаја, полугодишњих извештаја и проспекте на основу којих се врши јавна понуда хартија од вредности.

У подзаконској регулативи која ће уследити након доношења Закона биће имплементирани и основне смернице из је документа Part IV. Disclosure and Transparency, OECD Principles of Corporate Governance, који налаже да извештај који се објављује (пре свега проспект, али и други јавни документи) мора садржати следеће информације:

1. финансијске и пословне резултате компаније;
2. пословне циљеве компаније;
3. већинске власнике и њихово учешће у праву гласа у друштву;
4. чланове управе и њихова примања;
5. значајне чињенице за пословање компаније које ће се десити у будућности;
6. значајна питања у вези запослених и власника капитала и
7. управљачку структуру и политику друштва, посебно поделу овлашћења између акционара, менаџмента и чланова управе друштва.

Такође, према наведеном документу, управа и менаџмент издаваоца, укључујући *underwriter*-е, промотере и инвестиционе саветнике укључене у израду проспекта на основу ког се врши јавна понуда, полугодишњих и годишњих извештаја, треба да буду именовани у документацији и сматрани одговорним за потпуност и тачност објављених података.

Основна заштита инвеститора остварује се управо кроз настојање да се у проспекту обезбеде сви релевантни подаци о издаваоцу и карактеристикама инструмената које он издаје. Закон познаје неколико врста проспекта, зависно од фазе у којој се налази поступак издавања хартија и од потреба самих издавалаца и то: 1) проспект за дистрибуцију хартија од вредности, након чијег одобрења може да се врши дистрибуција хартија, 2) прелиминарни проспект, који добија свој смисао у ситуацији кад је *underwriter* (у Закону – покровитељ) још увек непознат, нити је познат облик уговора који ће бити закључен са истим (*firm commitment*, *best effort* или *stand-by* уговор) те сходно томе није могуће дефинисати све елементе понуде и структуру саме хартије, обзиром да услове уговора најчешће дефинише сам *underwriter*, 3) одложни проспект (*shelf prospectus*), који има смисао уколико издавалац дужничких хартија очекује промену каматних стопа на тржишту, односно као средство за одбрану од непријатељског преузимања код издавања акција и 4) скраћени проспект за краткорочне хартије од вредности. Такође, обавеза допуне проспекта представља иновацију у односу на постојеће прописе.

У погледу хартија од вредности чије издавање је одобрио надлежни регулаторни орган у иностранству Закон не захтева накнадно одобрење проспекта који се односи на те хартије од стране домаћег регулаторног тела већ, респектујући одредбе Директиве ЕУ о инвестиционим услугама (*Investment Services Directive*) о *cross-border* трансакцијама, предвиђа само регистрацију таквог проспекта.

Заправо, свака јавна презентација перформанси једног правног лица које издаје хартије од вредности (јавно друштво), односно свака јавна презентација чињеница везаних за промет финансијских инструмената, представља предмет Закона. Стога су Законом обухваћене и поједине врсте извештаја о пословању правних лица, извештаја о променама чињеница и околности правне природе (закључење важнијих уговора, статусне промене, итд.), документа која представљају понуду за преузимање акција (take-over bid) и сл. и дат је основ за прописивање њихове прецизне форме.

У погледу приватних пласмана, као изузетак од обавезе објављивања проспекта и дистрибуције хартија путем јавне понуде, респектована је EU Council Directive 89/298/ЕЕС, у којој се наводи да »постоји јавна понуда ако су хартије од вредности понуђене већем броју особа него што је прописима ограничено и ако продајна цена свих понуђених хартија прелази износ од ЕУРО 40.000«, као и Securities Act s. 4(2), Securities Act rule 144A (restricted securities) и случајеви из судске праксе који су уобличили ову материју (н.п. случај SEC v. Ralston Purina со., 1953 у коме је суд констатовао да одређена лица самом чињеницом што су запослена код издаваоца не могу бити сматрана као довољно квалификована за доношење рационалне инвестиционе одлуке да би се на њих применила правила о приватним пласманима). Поред тога што уводи институт приватних пласмана, Закон познаје и друге изузетке од обавезне јавне понуде хартија од вредности и то како у оквиру примарног тржишта (акције које се издају ради приватизације друштвеног и државног капитала могу се издавати и без проспекта који одобрава Комисија за хартије од вредности, поједине врсте хартија од вредности које се не издају иницијално ради прикупљања капитала, тзв. right issues или се издају ради замене права из хартија од вредности дистрибуирају се без проспекта<sup>6)</sup>), тако и секундарног тржишта (промет дужничких хартија од вредности и појединих финансијских деривата када су обе уговорне стране професионални инвеститори или држава, под условом да се не врши било какво јавно оглашавање конкретне понуде, тзв. off-exchange трансакције).

Финансијски инструменти издати у складу са овим Законом су по својој природи намењени јавној понуди на организованом тржишту. Стога, није остављена могућност, изузев кад су у питању приватни пласмани, да ови инструменти не буду укључени на једно од тржишта које организује берза специјализована за трговину тим инструментима, било у оквиру берзанског тржишта (где се листирају хартије издавалаца који испуњавају критеријуме конкретне берзе) или у оквиру слободног берзанског тржишта (где се котирају хартије издавалаца који не желе да се листирају на берзанском тржишту или који не испуњавају критеријуме за листинг на берзанском тржишту). Будући да је концепт берзе као организатора тржишта широко постављен у Закону, то се и Алтернативни трговачки системи (Alternative

6. »Gower's Principles of Modern Company Law«, Paul L. Davis, Sixth Edition, 1997.

Trading Systems) могу сматрати организаторима тржишта, те је и њихово функционисање такође предмет Закона.<sup>7)</sup>

### Хартије од вредности

За разлику од позитивних прописа који се исцрпљују у набрајању појединих врста хартија од вредности, а које често и не спадају у хартије од вредности намењене јавној понуди (с обзиром на њихов нестандардизовани карактер), као што су банкарски сертификати о депозиту или комерцијални папири, овај Закон наводи неколико основних врста финансијских инструмената подобних за јавну понуду на секундарном тржишту (акције, дужничке хартије, варанте, депозитне потврде, опције и фјучерсе) и оставља самом тржишту да креира поједине финансијске инструменте. Прописују се само основни елементи које ови инструменти морају да садрже, односно наводе се њихове базне карактеристике.

Дужничке хартије се издају са минималним роком доспећа од тридесет дана, а уколико садрже право на замену за акције (заменљиве обвезнице) рок доспећа износи најмање шест месеци, обзиром да се пре овог рока не може вршити замена ових обвезница за акције, нити се по природи ствари може очекивати да постоји оправдан интерес да се таква замена врши пре рока од шест месеци од дана издавања.<sup>8)</sup>

Обзиром да се акцијама тргује само на организованом тржишту, ограничења која би се односила на право прече куповине или сагласност органа управе акционарског друштва на пренос акција не постоје. Уместо ових ограничења у промету акција, која су у пракси често изазивала праву конфузију, могуће је издавати варанте, као посебну врсту хартија од вредности које имаоцу дају право, али не и обавезу, да купи акције компаније која је издала варанте по унапред одређеној, форвардованој цени, која је по правилу нешто нижа од претпостављене тржишне цене акција на одређени дан у будућности предвиђен за куповину акција.<sup>9)</sup> На овај начин уводи се потпуно нов инструмент на домаће тржиште хартија од вредности и могуће је креирати варанте који би садржали и прецизније дефинисана права и обавезе, као нпр. варанте који би се издавали само менаџменту компаније (stock options) или само лицима запосленим у компанији, уз или без права отуђења ових хартија у одређеном року.

Депозитне потврде (Depositary Receipts) су због своје специфичности и оригиналности права која садрже наведене у Закону као посебна врста хартија од вредности. Наиме, депозитне потврде представљају у суштини рефлексију хартија од вредности које издају у иностранству по правилу велике и познате компаније (на Њујоршкој берзи листиране су у форми ADRs хартије Siemens, Nokia, итд.), али издају их и компаније слабије репутације, попут депозитних потврда на тржишти-

7. »Developing Government Bond Markets«, The World Bank & IMF handbook, 2001.

8. »Finance«, Robert C. Merton, Zvi Bodie, Preliminary Edition, 1998.

9. »Keys to Conservative Investments«, Nicholas G. Apostolou, Second Edition, 1996.

ма у развоју (EDRs). У подлози ових хартија могу се налазити и берзански индекси (S & P Depository Receipts). Издају их само домаће банке које код свог кастодијана у иностранству имају депоноване хартије које представљају основу за издавање депозитних потврда у земљи.

Сви финансијски инструменти су дематеријализовани. Облик, односно форма инструмента који се издаје у складу са Законом је тзв. електронски запис. Сви битни елементи хартије, као и посебна права и обавезе из хартије и права на хартијама смештени су у овом запису који је похрањен у бази података Централног регистра хартија од вредности.

Сам моменат издавања хартија од вредности дефинисан је у Закону као дан у коме се врши пренос са емисионог на власничке рачуне хартија од вредности.

### **Извештавање**

Закон садржи норме о обавези објављивања значајног учешћа у капиталу друштва (EU Council Directive 88/627/ЕЕС утврђује обавезу извештавања када се стиче учешће у капиталу друштва од 10%, 20%, 33%, 50% и 66%), норме по којима Комисија за хартије од вредности има овлашћења да захтева информације о стварним власницима хартија од вредности који имају значајно или већинско учешће у друштву.

Законом је, у складу са Директивом ЕУ о инсајдер трговини (Insider Dealing & Market Abuse Directive), дефинисан појам привилегованих информација и то управо из разлога да би се спречила трговина финансијским инструментима на бази информација које нису објављене на неки од начина предвиђен Законом, односно нису доступне јавности, а могу имати утицаја на цену хартија од вредности. Лицима која се по Закону сматрају инсајдерима дозвољено је да тргују хартијама, али су у обавези да своје трансакције пријаве Комисији за хартије од вредности.

Регулисан је поступак преузимања акција. Поступак аквизиције акционарских друштава је регулисан за све случајеве кад једно лице или више повезаних лица стиче акције које му дају 25% или већи проценат гласова у скупштини акционара. Сам текст (у форми обрасца) понуде за преузимање прописује својим актом Комисија за хартије од вредности и тај текст биће конципиран на Директиви ЕУ о преузимањима (Takeover Directive, односно City Code on Takeovers and Mergers). Санкција за непридржавање правила прописаних Законом састоји се у губитку права гласа по основу стечених акција.

### **Учесници на тржишту хартија од вредности**

Делатности брокерско-дилерских друштава су експлицитно наведене. Закон наводи поједине врсте послова које могу обављати само брокерско-дилерска друштва и овлашћене банке. Поред традиционалних брокерских и дилерских послова уводе се и нови послови: послови маркет-мејкера, портфолио менаџера,

агента емисије, покровитеља емисије и инвестиционог саветника. Такође, појам брокерских и дилерских послова је прецизно дефинисан и усклађен са одредбама Закона о облигационим односима. Традиционални послови *underwriter*-а подељени су између агента емисије и покровитеља емисије и строго су разграничени од послова дилера када наступа као професионални инвеститор код приватних пласмана. Неопходност да се прецизира ово разграничење представљала је разлог за увођење новог појма у овај Закон – појма дистрибуције хартија од вредности. Наиме, дефиниција *underwriter*-а (покровитеља емисије) је тесно везана за појам дистрибуције. Делатност покровитеља је везана искључиво за јавну дистрибуцију хартија од вредности. Појам дистрибуције је синоним за јавну понуду хартија од вредности и у сваком другом контексту потребно је назначити да се дистрибуција хартија не врши јавним путем.<sup>10)</sup> Хартије од вредности до којих долази брокерско-дилерско друштво као покровитељ емисије намењене су даљој дистрибуцији, а не формирању портфела тог друштва, што би у начелу био посао дилера.

Обзиром да брокерско-дилерско друштво може да обавља и послове инвестиционог саветника, створени су услови за разграничење тзв. *full service* и *discount* брокерско-дилерских друштва. Сваки пут када би се брокерско-дилерско друштво упустило у давање савета, мишљења, специјалне експертизе, техничке или фундаменталне анализе за рачун својих клијената или чак обичне препоруке за куповину одређеног финансијског инструмента, морало би да има закључен уговор са клијентом о таквој услузи и дозволу за обављање послова инвестиционог саветника.

Иновацију представљају и одредбе којима се уводи, поред инвестиционих саветника и професија специјализованих портфолио менаџера, као и одредбе о позајмљивању и трговини позајмљеним хартијама од вредности (усвојен је тзв. *pluse tick-test* да би се онемогућиле злоупотребе при паду цена хартија од вредности), итд.

У складу са IOSCO Принципом 21., по коме »прописима треба да се обезбеди минимум приступних стандарда за посреднике на тржишту хартија од вредности«, Законом су прописани минимални услови који морају бити испуњени за добијање дозволе за обављање делатности брокерско-дилерског друштва. ЕУ директиве третирају исту материју (*Council Directive 93/22/EEC* о инвестиционим услугама), тако што утврђују у овој материји следеће услове које брокерско-дилерско друштво треба да испуњава:

1. знање – управа и менаџмент брокерско-дилерског друштва морају разумети природу ове врсте послова, њене поступке унутрашње контроле и политику управљања ризиком,
2. обуку – брокери и друга лица која се посебно специјализују за рад у брокерско-дилерском друштву морају положити посебан испит да би показали да су до-

10. »Private Resales of Restricted or Control Securities«, Schneider, 49 Ohio St. L.J. 501, 1988.

вољно оспособљени и обучени да заштите интересе својих клијената и помогну у заштити интегритета тржишта,

3. способност управе – регулаторни орган за хартије од вредности треба да испитује раније понашање старијег менаџмента да би проценио да ли су они подобни да воде послове друштва,

4. адекватност капитала - од брокерско-дилерских друштава треба захтевати да се ускладе са стандардима који се односе на адекватност капитала, а који су тако дизајнирани да дозвољавају брокерско-дилерским друштвима да поднесу значајније губитке у пословању и, уколико је потребно, да обуставе даље пословање без проузроковања губитка и штете за своје клијенте. Адекватност капитала треба да буде директно зависна од природе и вредности посла који се обавља. Захтеви у погледу адекватности капитала треба да буду тако постављени да Комисија за хартије од вредности може благовремено да интервенише уколико то буде потребно,

5. одузимање/суспензија дозволе – регулаторни орган треба да има овлашћење да одузме или суспендује дозволу брокерско-дилерском друштву кад утврди да његово понашање није у складу са прописима,

6. транспарентност – регулаторни орган треба да осигура да јавност има приступ свим релевантним подацима који се односе на брокерско-дилерско друштво, као што је категорија дозволе, делокруг активности, идентитет менаџмента и управе и сл.

У складу са IOSCO Принципом 22., по коме »брокерско-дилерско друштво треба да обезбеди иницијални и стални капитал и да испуни друге захтеве у погледу ризика који ова друштва преузимају на себе«, Законом су обухваћене и норме које се односе на адекватност капитала, изложеност ризику и ликвидности брокерско-дилерског друштва.

IOSCO Принцип бр. 23. који прописује да »од брокерско-дилерског друштва треба захтевати да се усагласи са стандардима унутрашње организације и да донесе одговарајућа правила пословања тако да заштити интересе клијената, обезбеди правилно управљање ризиком и обезбеди да управа и менаџмент друштва прихвате примарну одговорност за своје обавезе« је обухваћен у Закону у одредбама о правилима сигурног и доброг пословања (конфликт интереса, обавеза закључења писаног уговора и сл.). Брокерско-дилерско друштво треба да настоји да избегне сваки конфликт интереса са клијентима и да поставља интересе клијената испред сопствених интереса. Брокерско-дилерско друштво не треба никад да тргује »испред« клијената (*front running*), нити да подстиче учестале трансакције искључиво у циљу наплате провизије (*churning*).

У Закону је усвојен и IOSCO Принцип бр. 25., по коме »прописи треба да буду тако дизајнирани да идентификују и одвраћају од манипулација и других нерегуларности учеснике на тржишту«.

Такође, битно обележје овог Закона је и право лица која су добила дозволу за обављање брокерско-дилерских делатности да, поред традиционалних хартија од

вредности (као што су акције или обвезнице), тргују на основу исте дозволе и финансијским дериватима, али и другим врстама финансијских инструмената кад им је то право изричито дато посебним законом (нпр. државним обвезницама или инструментима тржишта новца).

Брокерско-дилерска друштва могу се оснивати било као акционарска друштва, било као друштва са ограниченом одговорношћу. Непотребна и скупа администрирања пред Комисијом за хартије од вредности су укинута, а претходна сагласност Комисије захтева се само за измене правила пословања и статута брокерско-дилерског друштва.

Законом се уводи концепт универзалног банкарства. Овлашћене банке за трговину финансијским инструментима у складу са одредбама овог Закона (дозволу за обављање делатности брокерско-дилерских друштава банкама издаје Комисија за хартије од вредности) су нови учесник на тржишту капитала и представљају банке основане у складу са законом којим се уређује пословање банака, а које обављају послове брокерско-дилерских друштава.

Уводи се и појам кастоди послова. Кастоди банке су нови учесник на тржишту финансијских услуга. Кастоди банке су такође банке и једини су учесник на тржишту овлашћен да води тзв. збирне кастоди рачуне, т.ј. да води рачуне хартија од вредности у своје име, а за рачун својих клијената (*nominee name* принцип), али ни су овлашћене да тргују или посредују у трговини хартијама од вредности, као ни да обављају друге брокерско-дилерске послове утврђене Законом. Увођењем кастоди банака омогућава се учесницима на тржишту хартија од вредности да избегну трошкове везане за чланство у Централном регистру и често компликоване операције везане за трансфер финансијских инструмената, посебно ако се ради о трансферу са иностранством.

Берзе се оснивају као акционарска или друштва са ограниченом одговорношћу и послују као профитна организација. Обављају искључиво послове везане за организовање трговине финансијским инструментима који се издају у складу са одредбама овог Закона и забрањено им је да обављају послове брокерско-дилерских друштава. Не постоје сметње да се оснује више берзи које би се специјализовале за специфичне финансијске инструменте или које би приступиле организовању трговине инструментима на различите начине. (нпр. аукцијска трговина или електронска, on-line трговина).

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

Законом се регулише и оснивање и рад централне депозитне институције – Централног регистра хартија од вредности. IOSCO Принцип бр. 30. по коме »систем клиринга и салдирања трансакција хартија од вредности треба да буде предмет надзора од стране комисије и дизајниран тако да осигура равноправност учесника, ефикасност и смањење системских ризика« имплементиран је у одредбама о Централном регистру хартија од вредности.

Код Централног регистра се отварају и воде рачуни хартија од вредности и врши се њихов клиринг и салдирање (прихваћен је принцип који је иницијално, 1949. године, примењен код SICOVAM-а, француске централне депозитне институције). Централни регистар је акционарско друштво чије акције у износу од најмање 51% поседује држава, што и не представља посебан изузетак у односу на друге сродне институције у иностранству. Тако, н.п. учешће у SICOVAM-у SA остварују Banque de France – 40%, SOPARSICO (финансијски посредници) – 49%, Bourse de Paris – 5%, CDC – 5% и ANSA – 1%. Мађарски KELEK подељен је између Националне банке Мађарске – 50%, Будимпештанске берзе акција – 25% и Будимпештанске робне берзе – 25% учешћа. Учешће у пољском KDPW остварују са по једном трећином Варшавска берза акција, Државни трезор и Национална банка Пољске.<sup>11)</sup>

### Комисија за хартије од вредности

У складу са базним принципима IOSCO-а као међународним изворима права, Комисија за хартије од вредности конституише се као самостално и независно тело. Законом су прецизно утврђене надлежности овог тела које укључују и право на покретање и вођење парничног и других поступака пред судовима ради заштите права инвеститора.

Чланови Комисије су стално запослени у Комисији и, у циљу избегавања негативних последица које може да произведе мешање политичких структура у рад Комисије, прописано је да не могу бити чланови политичких партија.

У погледу надлежности комисије за хартије од вредности усвојени су следећи принципи:

1. IOSCO Принцип бр. 1. – »надлежности комисије за хартије од вредности требају бити јасно и објективно прописане«,

2. IOSCO Принцип бр.2. – »комисија треба да буде оперативна независна и независна у обављању својих функција и овлашћења«,

3. IOSCO Принцип бр. 3. – »комисија треба да има адекватна овлашћења, одговарајуће изворе средстава за свој рад и одговарајући капацитет да обавља своје функције и врши своја овлашћења«,

4. IOSCO Принцип бр. 4. – »комисија треба да усвоји јасне и конзистентне регулаторне процесе«. У том смислу, Законом су регулисани поступци за одобрење проспекта, давања дозвола за обављање делатности и за рад, вршења надзора над учесницима на тржишту хартија од вредности и обављање других регулаторних и надзорних функција.

5. IOSCO Принцип бр. 5. – »лица ангажована за рад у комисији треба да поштују највише професионалне стандарде, укључујући стандарде у вези поверљивости информација«.

---

11. »Disclosure Framework for Securities Settlement Systems«, CPSS & IOSCO Questionary, 2000.

6. IOSCO Принцип бр. 8. – »комисија треба да има одговарајућа инспекцијска, истражна и надзорна овлашћења«,

7. IOSCO Принцип бр. 9. – »комисија треба да има одговарајућа овлашћења ради спровођења закона«,

8. IOSCO Принцип бр. 11. – »комисија треба да има овлашћење да размењује како јавне тако и информације које нису јавног карактера са другим иностраним регулаторним телима«.

Такође, у одредбама Закона имплементиран је и IOSCO Принцип бр. 6., по коме »регулаторни режим треба да учини погодним употребу саморегулаторних организација за вршење одређених директних надзорних функција у оквиру делокруга пословања ових организација«.

Да ли ће нови регулаторни оквири бити солидан чинилац у изградњи новог финансијског система остаје да се види. Подзаконска акта потребна за спровођење Закона биће донета до 1. јуна 2003. године, када се и од учесника на тржишту хартија од вредности очекује да ускладе своје пословање са новим прописима.

**Aleksandar Mališić,**  
**Republic of Serbia, Ministry of Finance and Economy, Belgrade**

## **New Regulatory Framework of Securities Market**

### **Summary**

*A number of previously unknown legal institutes are implemented in the text of the Securities and Other Financial Instruments Market Act. Also, certain legal institutes already comprised by provisions contained in the current securities laws are supplemented by newly created institutes in order to assure their application. The provisions of this act reflect an assumption that domestic securities market, as part of a broader segment of European and global securities market, must rest on key rules, basic concepts and principles given in the international legal documents and basic standards already accepted and confirmed in developed securities markets.*

**Key words:** *public offering, prospectus, organized market, broker-dealer associations*