

*Др Добросав Миловановић  
доцент Правног факултета Универзитета у Београду  
и директор Економског института*

## **Отворена питања регулације домаћег финансијског тржишта<sup>1)</sup>**

### **Резиме**

У великој мери довршен је процес заокруживања система регулације финансијских тржишта, али и даље постоји потреба за одређеним усклађивањима и доградњом. Омогућен је рад свих у уједначеном праву познатих учесника, а њихов статус, услови оснивања, овлашћења и одговорности у правном промету уређени су на начин који је усклађен или се креће у правцу постепеног усклађивања са правом Европске Уније. Још увек се на тржишту не налазе сви финансијски инструменти или је њихов обим недовољан у поређењу са потребама и могућностима за улагање. Аутор анализира правне, кадровске и друге проблеме у вези са обвезницама јединица локалне самоуправе и аутономне покрајине, робним зависима и финансијским деривативима. Разматра питања оштималног броја домаћих организованих тржишта и потребу за успостављањем регионалне берзе. У вези са конкурентском поном за преузимање указује на неусклађеност са Законом који уређује антимонополску област. Аутор истиче значај отворених друштва за јачање конкурентске позиције наших привредних субјеката. Напомиње да прошироки, време и документација потребни за емисију и трговање, клиринг и салдирање хартија од вредности утичу на доношење одлука инвеститора за улагање у портфолио инвестиције, односно за емисовање страних хартија од вредности на нашем тржишту.

**Кључне речи:** Финансијско тржиште, финансијски инструменти, отворена акционарска друштва, понуда за преузимање, регулаторна арбитража.

1. Овај рад је сачињен као део пројекта на Правном факултету Универзитета у Београду "Србија као правна држава".

Усвајањем скупа нових закона (Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, Закона о привредним друштвима, Закона о преузимању акционарских друштава, Закона о инвестиционим фондовима, Закона о добровољним пензијским фондовима и Закона о осигурању) у великој мери је довршен процес заокруживања система регулације финансијских тржишта. Ипак, и даље постоји потреба за одређеном доградњом и усклађивањем.

**Са институционалног аспекта** омогућено је оснивање и рад практично свих у упоредном праву познатих учесника, а њихов статус, услови оснивања, овлашћења и одговорности у правном промету уређени су на начин који је усклађен или се креће у правцу постепеног усклађивања са правом Европске Уније (нпр. у погледу висине оснивачког капитала). Нови Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената<sup>2)</sup> наставља релативно добро уређење различитих облика брокерско-дилерских друштава и овлашћених банака, са моделом који штити клијенте одредбама о одвајању новчаних, односно рачуна хартија од вредности трговаца и клијената, о заштити од ризика, начелима сигурног и доброг пословања, забранама различитих манипулација на тржишту и сл. После скоро десет година од започињања рада на Закону о инвестиционим фондовима,<sup>3)</sup> коначно је уређена ова врста изузетно значајних институционалних инвеститора. Они би првенствено требало да омогуће прикупљање средстава домаћих малих инвеститора и њихово пласирање на начин и у обиму који обезбеђује дисперзију ризика и коришћење стручних знања портфолио менаџера, и тиме оптималне приносе на уложена средства, у складу са одабраном стратегијом која одражава ниво спремности преузимања ризика. Истовремено, овај механизам би омогућио повећање понуде финансијских средстава на тржишту капитала, а тиме и повољније услове финансирања за привредне субјекте и територијално-политичке јединице. Такође, на овај начин домаћи улагачи се кроз новоосновне инвестиционе фондове стављају у равноправан положај са страним инвестиционим фондовима, од којих су неки искористили претходни период за заузимање значајних стратешких позиција у појединим привредним гранама.

Велики значај у том смислу имаће и добровољни пензијски фондови. Поред тога, имајући у виду демографске тенденције и стање државних финансија, кроз ову врсту институционалних инвеститора требало би да се превазиђу или бар ублаже значајни проблеми обезбеђивања исплате будућих пензијских примања. Без обзира на низ ограничења у вези са њиховим улагањима која су прописана у складу са пруденцијалним стандардима, потребно је стално имати у виду поједина негативна искуства у другим земљама, категорију заштићених лица (пензионери) и чињеницу да је било потребно доста времена да се на нашим просторима поврати изгубљено поверење. Издавањем лиценци за портфолио менаџере и инвестиционе саветнике, превазиђени су почетни проблеми испуњавања кадровских услова за оснивање инвестиционих и пензионих фондова. Повећањем броја лиценци, ство-

2. "Службени гласник РС", бр. 47/06.

3. "Службени гласник РС", бр. 46/06.

риће се предуслови за значајнију конкуренцију лиценцираних лица, као и институционалних инвеститора, што ће несумњиво бити у корист клијената, кроз подизање квалитета и снижавање цена услуга.

У погледу финансијских инструмената, ситуација је нешто другачија. Иако Закон о тржишту хартија од вредности прописује све кључне инструменте, сви они се и даље не налазе на тржишту или је њихов обим недовољан у поређењу са потребама и могућностима за улагање. Разлози за то су вишеструки.

1. Један од веома значајних финансијских инструмената представљају **обвезнице јединица локалне самоуправе и аутономне покрајине**. Оне би пружиле још један вид финансирања све већих (инфраструктурних) потреба на датим нивоима и створиле значајан потенцијал за улагања са нижим ризиком. Ово је од посебног значаја за добровољне пензијске фондове, осигуравајућа друштва, али и за инвестиционе фондове који су својим стратегијама окренути потпуно или делимично мање ризичним инструментима. Међутим, постоји низ других повезаних прописа и норми и фактичких проблема из окружења који битно отежавају њихово издавање. Најпре, иако одредбом става 1. члана 86. нови Устав предвиђа својину јединице локалне самоуправе и својину аутономне покрајине, као облике јавне својине, одредбом става 4. члана 87. он утврђује да је неопходно да се донесе посебан закон којим ће се уредити имовина ових јединица, начин њеног коришћења и располагања.<sup>4)</sup> Према томе, још увек је децентрализованим органима, у складу са Законом о средствима у својини Републике Србије, неопходна сагласност за све облике располагања имовином којом управљају, јер је она у државној својини. То се односи и на могућност заснивања хипотеке на непокретности или успостављања права залог на покретним стварима, што би могли бити облици обезбеђења за обвезнице и утицало би на смањивање каматне стопе.<sup>5)</sup> Имовинско-правна питања се не покрећу код неосигураних обвезница и иначе би значај овог проблема био знатно мањи да не постоје друге препреке.

Најпре, започет је процес децентрализације ради обезбеђења изворних локалних прихода. Међутим, локална самоуправа за то још није институционално и процедурално оспособљена. Постоји веома мало општих изворних прихода, док се

4. Повезано са овим је и питање реституције национализоване имовине. Требало би избећи да се имовина која би била предмет реституције најпре враћа органима локалне самоуправе и аутономне покрајине, већ би држава то требало да спроведе у једном кораку, било непосредно или поверавањем датих послова, али не и имовине наведеним органима. Код питања реституције, један од могућих модела је и издавање државних обвезница, које би значајно подстакле развој тржишта капитала и обезбедиле сигуран финансијски инструмент за улагања.
5. У вези са моделом према коме би се уредила имовинска питања, могућ је функционални приступ, да се законом дефинише која је имовина неопходна за обављање функција локалне самоуправе односно аутономне покрајине, или да се уђе у процес разјашњавања сложених имовинских односа насталих из претходних периода, где је постојала локална односно покрајинска имовина, друштвена својина, имовина месних заједница, где су грађани улагали одређена средства путем самодоприноса или на други начин, односно где је држава од момента када је постала власник раније локалне имовине, имала одређена улагања.

остали приходи не могу убирати по фискалном принципу, коришћењем принуде, тако да су тренутно локални буџети у великој мери зависни од дотација – трансфера републичког буџета. Законом о финансирању локалне самоуправе предвиђен је велики број различитих дотација централне државе, са веома компликованим критеријумима за доделу, а тиме и наглашеним простором за дискрециону оцену, која се, нажалост, може заснивати, првенствено на политичком волунтаризму. Такође, требало би створити простор за пореске подстицаје који представљају главну стимулацију за улагање у ову врсту хартија од вредности. Коначно, и нови Устав предвиђа да се услови и поступак задуживања територијално-политичких јединица уређују законом. Посебно би требало преиспитати оправданост одредбе члана 37. постојећег Закона о јавном дугу, да у примарној емисији обвезнице могу куповати само Република Србија и финансијске институције и отворити простор за све инвеститоре. Од значаја су и одредбе члана 36. да се локалне власти не могу дугорочно задуживати, осим у делу задуживања ради финансирања или рефинансирања капиталних инвестиционих расхода предвиђених у буџету локалне власти, као и оне којима се ограничавају износ неизмиреног дугорочног задужења за капиталне инвестиционе расходе и износ главнице и камате који доспева у свакој години на сва неизмирена дугорочна задуживања за финансирање капиталних инвестиционих расхода. Ипак, овде би требало имати у виду негативна упоредна искуства (нпр. Мађарска је морала да донесе Закон о банкрутству општина), која су углавном била резултат недовољних знања и способности у почетном периоду транзиције.

Правна решења би требало засновати на принципима Европске повеље о локалној самоуправи, на основу темељне процене економских, демографских, географских и других параметара. Поред правних проблема, од изузетног значаја је образовање и усавршавање свих активних учесника у вези са сложеним питањима финансирања потреба децентрализованих јединица и управљања дугом. Такође, потребно је извршити рејтинговање,<sup>6)</sup> како би се избегла ситуација која не одговара реалности да све општине имају једнаку каматну стопу на обвезнице, као што је то био случај током 90-их у вези са комерцијалним и благајничким записима. У вези са тим, потребно је основати и домаћу рејтинг агенцију. Коначно, требало би имати у виду и механизме којима би се побољшала ликвидност ове врсте хартија од вредности, јер је њима дати проблем својствен и у другим земљама.

2. Нашем правном систему недостаје модерно уређени робни запис, како са сопственим функцијама, тако и као основа за издавање других хартија од вредности или закључивање изведених финансијских инструмената. Усвајање Нацрта Закона о јавним складиштима пољопривредних производа, представља један од приоритета. Закон би успоставио покидане везе између пољопривредних произвођача, прометних институција, јавних складишта пољопривредних производа, банака и берзе. Истовремено, креирао би робне записе као поуздан финансијски ин-

6. Град Београд је у завршној фази поступка за добијање рејтинга.

струмент којим би се могло непосредно трговати, али и који би могао послужити као основа за (стандардизоване) терминске уговоре (форворде, фјучерсе и опције). Ови уговори би омогућили пољопривредним произвођачима да ризик пословања пренесу на "шпекуланте", при чему се овај израз користи у позитивном смислу, да би означио лица спремна да преузму одређене ризике у очекивању извесне зараде. Поред тога, робни записи би могли створити услове за секјуритизацију. Наиме, банке би могле на основу кредита које дају по основу робних записа - на исти начин као што то могу на основу кредита обезбеђених хипотеком - да издају стандардизоване обвезнице којима би се могло трговати на финансијској берзи. На овај начин би се створио још један финансијски инструмент у који би поуздано могли да улажу индивидуални и нарочито, институционални инвеститори, што би повратно повећало ликвидност финансијског тржишта и помогло смањивању каматних стопа. Наведене напомене детаљно су разрађене у чланку за претходни Конгрес правника у привреди и нису изгубиле на актуелности.<sup>7)</sup>

3. Коначно, постоји све већа потреба за омогућавањем преношења разноврсних ризика на субјекте који су спремни да их преузму. Инструменти који то омогућавају су финансијски деривати. Наравно, потребно је имати у виду све утицаје (нпр. на монетарну политику) које може имати њихово увођење и, по потреби, припремити пратеће мере и обучити регулаторе за надзор над трговањем знатно сложенијим финансијским инструментима.

У вези са **оптималним бројем домаћих тржишта хартија од вредности**, потребно је поћи од упоредне праксе. Узроци дисперзије трговања на више тржишта су вишеструки: култура неформалног трговања, установљавање ривалских берзи односно ванберзанских тржишта, нове технологије (трговање у кибернетском простору), дисинтермедијација, као и прекогранична конкуренција.<sup>8)</sup> Регулаторна и институционална структура тржишта један је од начина на који она међусобно конкуришу. Структура тржишта може понудити већу дубину, брже извршавање, мањи удар цена, веће поверење, поузданији клиринг, или пак мање трошкове. Конкуренцију не може игнорисати ниједан регулатор или тржиште и она чини значајну одредницу регулације хартија од вредности у свакој земљи.<sup>9)</sup>

Конкуренција позитивно доприноси успостављању равнотеже између повећаног квалитета и трошкова, при чему је начин који најпотпуније задовољава потребе корисника тржишта хартија, да им се понуди слободан избор тржишта.<sup>10)</sup>

7. Види Д. Миловановић, "Успостављање модела робних записа", Право и привреда 5-8, Београд, 2006.

8. М. Пери, *Approaches to Market Regulation - The United Kingdom, Oxford, 1986*, стр. 179, указује да Лондонска берза и даље има доминантну улогу на спот домаћем и интернационалном тржишту акција у В. Британији, али да британски инвеститори имају шири избор у погледу тржишта јер: а) се увећао број признатих берзи; б) су се развила ванберзанска тржишта која примарно задовољавају тражњу институционалних/професионалних клијената за производима по наруџби, који нису доступни на берзи; в) инвеститори имају већи и лакши приступ страним тржиштима, што је додатно унапређено Директивом о инвестиционим услугама.

Опасности у вези са постојањем већег броја тржишта су: а) проблем формирања цена, б) разводњавање новчаних средстава на различите институције, у случају трговања истом хартијом на више тржишта, в) да берзе, због конкурентског притиска, настоје да смање трошкове, чиме функције губе на квалитету, што је од посебног значаја за њихове регулаторне функције. Проблем би се огледао у смањењу стандарда транспарентности, ликвидности и поштености тржишта. Међутим, није примерено ограничити конкуренцију (тј. број тржишта) административним средствима.

М. Кахњевски<sup>11)</sup> сматра да је решење у томе да регулаторни орган разради критеријуме за издавање дозволе за регулисана тржишта. Међутим, тада се покреће питање на који начин спречити померање пословања ка нерегулисаним или мање регулисаним (нпр. страним) тржиштима.

Конкретне околности указују на потребу реаговања регулатора. Тако, ако се истом хартијом не тргује на више тржишта, нема потребе за предузимањем активности. У супротном, покреће се питање да ли су различита тржишта интегрисана. У САД постоји национални систем тржишта, где налог клијента брокер може усмеравати ка различитим тржиштима, без потребе за прибављањем посебних налога за свако од њих. Овде је активност регулатора излишна, јер је транспарентност усмеравања налога видљива и клијент добија најбоље извршење. Међутим, ако тржишта нису интегрисана, онда је битно да ли је могуће ослањање на снаге тржишта, нарочито арбитражу, где након одређеног периода нестају разлике између цена. Ако је арбитража изводљива, онда нема потребе за мерама регулатора.<sup>12)</sup> Ако могућност за арбитражом не постоји, онда се покреће питање да ли се цене разилазе. Теоретски, равнотежа може да постоји на било ком месту, зато што би у случају разлика у цени, налози куповине ишли ка једном, а налози прода-

9. Е. Кич, *Competition Between Securities Markets: Good or Bad? The Future for the Global Securities Market, Legal and Regulatory Aspects*, Oxford, 1986, стр. 233, наводи да је појава алтернативних тржишта и услуга за трговање акцијама нпр. у САД одговор на жељу инвеститора да искористе цене објављене на тзв. главним тржиштима. Међутим, Н. Посер и низ других аутора, наглашавају да конкуренција регионалних берзи, изгледа не генерише конкуренцију у откривању цена. Дилери на регионалним берзама једноставно имитирају котације NYSE специјалиста и онда привлаче ток налога другим средствима. У вези са тим Ц. Бронфман, К. Лен и Р. А. Шварц, *US Securities Markets Regulation: Regulatory Structure, International Financial Market Regulation*, 1994, стр. 64. истичу да водећа тржишта изводе користи из свог статуса (нпр. накнаде за листинг, већи удео у обиму налога, чланство и накнаде за информације) и снос већину регулаторних трошкова. Стога се покреће питање да ли се на њих примењују оптерећења која погађају њихову конкурентност. Одговор је или у сугестијама да берзе заслужују компензацију за услугу откривања цена, или у унапређењу конкуренције алоцирањем регулаторних одговорности између различитих тржишних центара.
10. Е. Кич, стр. 241.
11. М. Кахњевски, Заменик Секретара Пољске Комисије за хартије од вредности, Конференција регулатора хартија од вредности у Елеветам Холу, 1998.
12. Ипак, и овде би требало бити опрезан, јер је нпр. у Чешкој период салдирања био T+1 на ванберзанском тржишту, а T+3 на Прашкој берзи, па се новац из трансакције са једног, није могао одмах добити за извођење трансакција на другом тржишту.

је ка другом тржишту. Међутим, ако се цене ипак разилазе, онда је неопходна регулаторна акција према брокерима и посредницима, како би они постигли најбољу цену за клијенте. Стога, низ закона предвиђа регулаторне мере против фрагментације цена које би се састојале у: а) примени принципа искључивости листинга - једно тржиште за једну хартију; б) ако то није могуће – повезивању тржишта тако да се тражи само једно уношење налога; в) ако то није могуће – олакшању арбитраже, кроз транспарентност цена и аранжмане клиринга/салдирања; г) ако то није могуће – коришћењу регулаторних и тржишних снага, ради централизације утврђивања цена.<sup>13)</sup>

Ако регулатори сматрају да конкуренција између тржишта хартија од вредности производи нежељене последице, они могу настојати да је елиминирају сарадњом са другим националним регулаторима ради усвајања униформних правила и процедура, односно инсистирати да ванберзанска тржишта, што је могуће више, личе на организоване берзе. Међутим, ако верују да конкуренција производи жељене резултате, онда је они могу олакшати допуштањем уласка на тржишта хартија и продаваца хартија из других јурисдикција. При томе се не сме испустити из вида да регулаторна питања првенствено одражавају борбу за предности између конкурентских политичких и тржишних центара.<sup>14)</sup>

Наведена искуства су погодна при разматрању оптималног броја тржишта хартија у нашој земљи, али и шире у региону. Оправданост и сврсисходност оснивања берзе односно ванберзанског тржишта требало би ценити са аспекта профитног или другог интереса организатора, развоја и унапређења финансијског тржишта, конкуренције и економске политике земље. Несумњиво не би требало сузбијати конкуренцију, што је и решење нашег закона, али се мора имати у виду да се на јединственом тржишту лакше реализују принципи обезбеђења ликвидности, транспарентности, концентрације трговања, оправданости трошкова и да се лакше спроводи надзор надлежних органа. Централизација тржишта омогућава ефикасно и економично трговање, кроз коришћење најсавременије технологије. У том правцу се одвија процес уједињавања берзи у свету.

С друге стране, имајући у виду потребу привлачења обимнијих портфолио инвестиција у региону, потребно је размотрити развој регионалног тржишта капитала, као ширег и дубљег у односу на постојећа тржишта нпр. на простору бивше Југославије, где ниједно од њих нема значајнији обим трговања. Такође, пошто свака земља има сопствену регулаторну структуру, неопходна је хармонизација стандарда и структура како би се олакшале прекограничне трансакције и економија обима. У погледу професионалаца на тржишту капитала потребно је обезбедити јединствене стандарде, чиме ће се им се омогућити да раде широм региона и повећаће се поверење инвеститора. Коначно, неопходна је одређена стандардизација у области информационих и комуникационих система.

13. Елвешам Хол, 1998.

14. Е. Кич, р. 233.

У погледу тзв. "организатора тржишта", нови Закон о тржишту хартија од вредности нешто прецизније дефинише организатора ванберзанског тржишта. Правно посматрано између оснивања, овлашћења, одговорности и статуса берзе и организатора ванберзанског тржишта нема скоро никакве разлике, изузев чињенице да је за њихово оснивање неопходан различит ниво оснивачког капитала (1 милион односно 750. 000 евра) и да се на берзи може организовати берзанско (као и ванберзанско тржиште), чему су онда прилагођена правила у вези са условима и поступком пријема на листинг. У свему осталом, сам Закон упућује на сходну примену норми које уређују берзу на организатора ванберзанског тржишта. Сматрамо да је одредба којом се забрањује трговање истом хартијом на више тржишта добра, ради спречавања манипулација ценом. Тиме се овде не покреће проблем који постоји у САД у погледу повећаних регулаторних оптерећења водећих тржишта која погађају њихову конкурентност.

Законом о преузимању акционарских друштава превазиђен је недостатак ранијег законског решења који се огледао у непостојању обавезе да се **понуда за преузимање** мора односити на све акције, чиме је пружена потпунија заштита мањинским акционарима. Такође, овај Закон предвиђа постојање конкурентске понуде, те Комисија више није приморана да подзаконским актима, позивањем на принципе равноправности учесника на тржишту, надокнађује ранији недостатак законске норме. Међутим, у пракси се појавио проблем у вези са упућивањем конкурентске понуде. Наиме, Закон коју уређује заштиту конкуренције захтева од лица које желе да стекне одређени проценат удела у неком привредном субјекту да прибави претходну сагласност Комисије за заштиту конкуренције. За добијање ове сагласности процедура траје дужи временски период, те је у смисли стриктних и релативно кратких законских рокова за упућивање конкурентске понуде фактички онемогућено давање контрапонуде.

У јавности је обавеза укључивања свих отворених акционарских друштава на организовано тржиште изазвала значајну расправу. Још у време израде Закона о својинској трансформацији из 1997. године, поставило се питање места и **начина трговања** акцијама које су запослени или пензионери добили или купили уз одговарајуће попусте. Решење прилагођено тадашњем периоду недовољног знања о карактеристикама и вредности акција, било је да се датим акцијама тргује преко берзе. Обезбеђена је, у задатим околностима, највећа могућа цена за продавце (за послене и пензионере), правна сигурност за купце, развој тржишта капитала, посао за берзу и брокерско-дилерска друштва и увид државе у дате процесе. Након тога, одредбе Закона о тржишту хартија од вредности императивно су прописала да су ова предузећа налазе у правној форми отворених акционарских друштава. Касније је одредбама става 2. члана 194. односно одредбама става 4. члана 104. Закона о привредним друштвима<sup>15)</sup> прописано да затворено акционарско друштво може имати највише сто акционара, односно да друштво са ограниченом одговор-

15. "Службени гласник РС", бр. 125/04.

нишћу може имати највише педесет чланова. Обавезан статус отвореног друштва и тиме трговање на организованом тржишту имало је своје оправдање у одређеним друштвеним и економским околностима, али се сада стварају предуслови да се дође до у свету уобичајених критеријума за доношење одлуке о томе да ли ће друштво бити отворено или затворено, уз спречавање злоупотреба у вези са затварањем друштва. То није толико ствар присиле принудних законских норми, већ одлуке акционара да иду на отворено тржиште.

Наиме, код затворених компанија, акције или власнички удели налазе се искључиво у ужем кругу власника фирме и могу се преносити само уз непосредан договор. Нова предузећа се обично оснивају са статусом затворене фирме и првенствено се финансирају из власничког капитала, док се додатни износи капитала обезбеђују кроз банкарске кредите и лизинг аранжмане.<sup>16)</sup> На берзи се могу регистровати само отворене компаније, што омогућава пренос власничког права на анонимној основи.<sup>17)</sup> При доношењу одлуке о трансформацији компаније од затворене ка отвореној, од значаја су следећи фактори:

а. позитивни:

- регистрацијом на берзи стичу се додатне могућности финансирања раста компаније<sup>18)</sup> и посебан имиџ, јер им је кредитни рејтинг проверен на отвореном финансијском тржишту, где могу да прибаве капитал под нешто повољнијим условима од оних који важе за банкарске кредите;
- веће могућности флексибилног прилагођавања структуре и стварања оптималне комбинације акцијског и дужничког капитала;
- већа ликвидност акција, које власници могу лако да продају на тржишту;

б. негативни:

- знатно веће и формализованије обавезе објављивања информација о пословању, што носи одређене трошкове, али и откривање неких података које компанија иначе не би стављала на увид јавности. Међутим, инвеститори једино на тај начин могу да процене степен ризика при одлучивању о куповини хартија компаније;

16. У новије време, код дела нових али пропулзивних предузећа, нарочито оних која се развијају на технолошкој иновацији и новим производима, у финансирање се укључује и капитал високог ризика (*venture capital*). Улагања *venture* фирме немају карактер кредита или акционарског улагања које имплицира исплату дивиденди. Након неколико година, оптимално када предузећа стекну предуслове за излазак на тржиште капитала, *venture* фирма продаје свој власнички удео по знатно већој цени од иницијалног износа улагања, тако да је њена капитална добит трансформисани облик профита остварен на бази финансирања са високим ризиком.

17. М. Ђировић, Примарно тржиште капитала, Финансијска тржишта, Нови Сад, Финанцинг центар, 1994, стр. 37.

18. Наиме, код банкарских кредита постоји институционална обавеза банака у погледу максималног износа кредита који се може одобрити појединачним компанијама (пруденцијална контрола). Иако се ово може превазићи конзорцијумом банака, ипак се лакше реализује преко тржишта капитала. М. Ђировић, стр. 37.

- често се повећава притисак проширене власничке структуре на оперативни менаџмент у погледу остварења што повољнијих краткорочних финансијских резултата, што је понекад у супротности са циљевима дугорочног развоја дате компаније;
- у отвореним компанијама власници немају онај степен власничке и управљачке контроле као код затвореног акционарског друштва. Нарочито постоји опасност тзв. непријатељског преузимања власничке контроле над компанијом од стране других компанија и менаџерских група. То се може реализовати куповином акција на отвореном финансијском тржишту од стране индивидуалних и институционалних инвеститора по ценама које су више у односу на текуће тржишне цене акција;
- поред трошкова објављивања, емисија преко тржишта капитала носи и накнаде посредничким институцијама, државној комисији, берзама итд. Ови трошкови су релативно високи код мањих емисија, али релативно опадају са повећањем вредности емитованог капитала, чиме цена емисије указује на рационалност коришћења емисије за финансирање нових улагања.<sup>19)</sup>

Р. Кун указује да је главни критеријум преласка на отворену компанију да има велике амбиције. Она не мора бити из области високе технологије, али је неопходно да има потенцијал знатног будућег раста на великим и тржиштима која расту.<sup>20)</sup> Иако је редовна појава да компанија, у одређеној фази развоја постане отворена, крајем 80-их су се делови великих компанија осамостаљивали у власничком и правном смислу. У том случају нова компанија која је преузела контролу над неким делом велике компаније може да постане затворена компанија, јер као мала и "без историје", не испуњава услове за регистрацију на берзи.<sup>21)</sup>

Домаћу привреду карактеришу наслеђено стање транзиције, психологија власника од почетка приватних или приватизованих акционарских друштава и њихова жеља да у што већем степену самостално контролишу ова друштва, с једне стране, и неопходност да се у домаћем и нарочито, регионалном и међународном конкурентском окружењу побољша структура финансирања (тзв. левериџ), као и потреба да се квантитативно повећа круг финансијских инструмената у које се може улагати, с друге стране. Имајући у виду ниже каматне трошкове за привредне субјекте из земаља у окружењу, један од могућих метода за повећање конкурентности домаћих производа и услуга у тренутним околностима би могао да буде раст удела акционарског капитала у односу на друге видове финансирања (кредити, обвезнице, лизинг). Ово нарочито важи за компаније које имају пословне амбиције које превазилазе домаће тржиште. Према томе, реални пословни интереси захтевају очување постојећих и стварање нових отворених акционарских друштава, за разлику од постојећих процеса њиховог претварања у затворена акционар-

19. М. Ђировић, стр. 37. Анализу позитивних и негативних фактора даје Б. Фоли, стр. 10-12.

20. Р. Кун, *Investment Banking*, New York 1990, стр. 248-49.

21. М. Ђировић, стр. 39.

ска друштва или друштва са ограниченом одговорношћу са првенственим циљем да се избегне трговање и утврђивање тржишне вредности на берзи.

Проширење инвестиционих прилика путем иницијалне јавне понуде, може имати нарочит значај и као метод приватизације јавних предузећа. Наиме, на овај начин се постижу циљеви приватизације у жељеном проценту, инвестира се у дато јавно предузеће, повећава се вредност удела државног капитала и стварају предуслови за дугорочан развој тржишта капитала. Истина, овај метод трансформације прате различите накнаде и трошкови.

Примери са тзв. муниципалним обвезницама и конкурентском понудом показују у којој мери је и у претходном периоду изостао стратешки приступ повезаним питањима и међуресорна сарадња у фази израде одређених међусобно повезаних закона. О томе би требало водити рачуна у раду нове владе, јер поред политичких параметара при подели ресурса, морају се обезбедити механизми координације независно од тога који ресор припада којој партији.

На крају, веома је важно извршити анализу трошкова, времена и документације потребних да се обаве све радње за примарну емисију и трговање, клиринг и салдирање хартија од вредности у нашем систему и упоредити их са трошковима исте врсте у окружењу. Ово је од значаја за доношење одлука страних инвеститора за улагање у портфолио инвестиције односно за емитовање страних хартија од вредности на нашем тржишту у складу са правилима о тзв. регулаторној арбитражи. Исто тако, либерализацијом девизних прописа и омогућавањем домаћим инвеститорима да инвестирају у иностранству и они ће при доношењу одлуке о избору тржишта имати у виду, поред осталог, и овај принцип.

**Dobrosav Milovanović, Ph.D.**

**Associate Professor at the Faculty of Law, University of Belgrade  
Institute of Economics, Belgrade**

## **OPEN QUESTIONS ON THE REGULATION OF THE DOMESTIC FINANCIAL MARKET**

### **Abstract**

*Adoption of a new set of laws is, to a great extent, already accomplished process of completing the system of regulating financial markets, but the need for a certain adjustment and upgrading is still existent. The work of all noted participants in comparative law is facilitated, and their status, terms of establishment, rights and responsibilities in legal transactions are executed in a way which is harmonized or which tends towards gradual harmonization with the Acquis Communautaire. Not all the regulated financial instruments are either yet at the market or their extent is insufficient in comparison to investment necessities and potentials. The author analyzes legal, personnel and other problems in terms of local governments' and autonomous provinces' bonds, warehouse rece-*

---

*ipts, and financial derivatives. He considers the issue of optimal number of national organized markets and the need for establishing regional stock exchange. With regard to competitive takeover bid he indicates the problems of inconsistency in harmonization with the Antimonopoly Act. The author emphasizes the importance of public companies for strengthening competitive position of national economic entities. Finally, he explains that costs and time necessary for emission and trading, clearing and settlement of securities influence investors' decision making on investing in portfolio investment, i. e. for the emission of foreign securities at the national market.*

**Key words:** *Financial market, Financial instruments, Public company, takeover bid, regulatory arbitrage*