

Mr Владимир Поповић
As-Financial Center a. d., Београд

Субјекти заштите инвеститора на тржишту хартија од вредности

Резиме

Окружење тржишта хартија од вредности и инвеститора на њом тржишту је полиценично, од општег регулаторног и надзорног тела, преко регулатора хартија од вредности и организатора тржишта, до (активних) субјеката заштите инвеститора – брокерско-дилерских друштва, банака и инвестиционих фондова са њиховим друштвима за управљање.

У таквом окружењу основни инвеститори су у могућности да непосредно или посредно улажу у хартије од вредности као извор зараде. При томе, брокерско-дилерска друштва и банке су њихови директни посредници на тржишту, а инвестициони фондови са управљачким друштвима индиректни. Субјекти заштите инвеститора имају различите улоге и карактеристике, на које утиче управо баланс између функција инвеститора, посредника и предмета инвестирања.

Правни систем у области инвестирања на тржишту хартија од вредности, заокружен Законом о инвестиционим фондовима, на проveri је у пракси, при чему су неопходни стимулативни услови за оснивање (организовање) и рад субјеката заштите инвеститора, а тиме и самих инвеститора.

Кључне речи: *инвеститор, брокерско-дилерско друштво, банка, инвестициони фонд, друштво за управљање, колективно инвестирање, тржиште хартија од вредности.*

I Сврха и окружење инвестирања у хартије од вредности

Лака преносивост даје пуни смисао хартијама од вредности – тржиште је постало најважнији део њих. Оно показује колико вреди намера инвеститора да их улагањем стекну и преко њих остваре зараду. Уложени новац се најједноставније али и најспорије може непосредно "оплођавати", не мењајући појавни облик. Може, међутим и много брже, посредно, претварањем у хартије од вредности, а потом враћањем опет у новчани облик. Хартије од вредности готово да због тога и постоје.

Функције субјеката који опслужују тржиште хартија од вредности (а увек се мисли и на друге финансијске инструменте) су различите и неопходне, свака у свом домену. Као регулаторно тело, Комисија за хартије од вредности својим прописима регулише спровођење закона који се односе на пословање са хартијама од вредности и у том делу врши надзор над пословањем свих других субјеката. Централни регистар, депо и клиринг хартија од вредности (даље: Централни регистар) врши клиринг и салдирање обавеза и потраживања у хартијама од вредности и новцу, насталих на основу закључених послова и, у најширем смислу, води регистар хартија од вредности и свих промена права на хартијама. Најзад, Берза обавља делатност организатора тржишта хартија од вредности.¹⁾ Све су ово, у погледу интереса самих инвеститора, неутрални субјекти, чије функције у смислу заштите инвеститора не иду даље од стварања оптималних услова за рад тржишта и контроле да ли се и како то остварује.

Друга група, коју овде називамо субјекти заштите инвеститора на тржишту хартија од вредности, заправо су активни субјекти, преко којих основни, појединачни инвеститори у хартије од вредности остварују своје интересе на тржишту (организованом тржишту и ван њега, као што је преузимање акција путем јавне понуде и принудна продаја акција).²⁾

Разлике међу субјектима заштите инвеститора на тржишту хартија од вредности суштински се испољавају кроз начин на који посредују за основног, појединачног инвеститора (даље: основни инвеститор). Наиме, брокерско-дилерска друштва и банке јављају се као непосредни, овлашћени учесници и директни посредници основних инвеститора на тржишту, омогућујући им непосредно инвестирање. Међутим, могућ је и сложенији, али у пракси тржишта других држава потврђен и као веома профитабилан, облик индиректног посредовања на тржишту за основне инвеститоре - преко инвестиционих фондова и њихових друштава за управљање, а што значи посредно инвестирање од стране основних инвеститора.

Управо баланс између функција инвеститора, посредника и предмета инвестирања утиче на улогу и значај појединих субјеката заштите инвеститора, опредељујући и њих саме да у већој или мањој мери преузму улогу основног инвеститора

1. Чл. 1., 3., 76., 77., 187. и 220. Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената (даље: ЗОТХоВ – Сл. гласник РС 47/2006).
2. Ibid, чл. 62.

у хартије од вредности, као и да остварују своје економске циљеве постајући и предмет инвестирања.

II Брокерско-дилерска друштва

Прототип учесника на тржишту хартија од вредности су брокерско-дилерска друштва. Све њихове делатности изведене су из послова брокера (посредника) и дилера (самог непосредног основног инвеститора).

У улози брокера, ова друштва су иницијални овлашћени учесници на организованом тржишту хартија од вредности, па и ван организованог тржишта – дакле директни, овлашћени посредници без чије брокерске делатности и кастоди и корпоративних послова инвеститори не могу приступити на Берзу нити Централном регистру.³⁾ Брокерско-дилерска друштва су, тако, "необходно" субјекти заштите инвеститора.

Послујући у име и за рачун налогодаваца – инвеститора, брокерско-дилерска друштва штите њихове интересе било на најједноставнији начин, дајући клијенту само информације о тржишту, било као инвестициони саветници, при чему је улога посредника активнија и сугестивнија, али одлука остаје на инвеститору, било као портфолио менаџери, који уместо инвеститора доносе и одговарају за инвестиционе одлуке, при чему се овде ради већ о посредном инвестирању.⁴⁾

Без обзира на раздвојеност њихових функција, чињеница је да брокерско-дилерска друштва и у својој другој улози, као инвеститори – дилери (51 од укупно 67 брокерско-дилерских друштава у Републици Србији овлашћено је и за дилерске послове⁵⁾) представљају субјект заштите инвеститора, самим тим што ће својим улагањем указати на најисплатљивије инвестиције, а као надградња томе јављају се послови маркет-мејкера и покровитеља емисије, где већ директно учествују у креирању тржишта.⁶⁾

И институционално, дакле, по улогама које им даје Закон и професионално, с обзиром да су блиски релевантним информацијама са тржишта и обради тих информација, као и субјективно заинтересовани за приход, брокерско-дилерска друштва су, било као брокери или дилери и те како снажан ослонац и усмеривач инвеститора у доношењу одлука или препуштању другоме да уместо њих доноси инвестиционе одлуке.

Но, ради заштите њих самих, односно њихових акционара, а и клијената – инвеститора, од ризика обављања делатности и могућих губитака због тог ризика,

3. ЗОТХоВ - Глава XIII одељак 1. (наслов), чл. 1., 51., 62., 96., 99., 115., 124., 181., 187. и 204., затим чл. 12. Статута Београдске берзе а. д. Београд (даље: Берза) од 7. 12. 2006., чл. 2. и 6. Правила пословања Берзе од 29. 01. 2007., чл. 43. Статута Централног регистра (Сл. гласник РС 113/2006) и т. 3., 4. и 111. Правила пословања Централног регистра (Сл. гласник РС 113/2006).

4. ЗОТХоВ - чл. 124. и 169.

5. Интернет страница Комисије за хартије од вредности, подаци од 27. 03. 2007. године.

6. ЗОТХоВ - чл. 124. и чл. 151. Правила пословања Берзе.

брокерско-дилерска друштва законски су ограничена у изложености ризицима. Изложеност ризику брокерско-дилерског друштва према једном или више повезаних лица (збир потраживања и условних потраживања према том лицу и вредности улагања у хартије од вредности тог лица, односно удела у капиталу тог лица) не сме прећи 25% капитала брокерско-дилерског друштва, а ако је у питању однос са матичним друштвом или лицем које има исто матично друштво, или ако је само брокерско-дилерско друштво, посредно или непосредно, матично друштво лицу према коме је изложено ризику, цензус је још строжи и износи не преко 20% капитала. Укупна изложеност ризику мерена кроз збир свих великих изложености ризику (преко 10% капитала брокерско-дилерског друштва) према једном или више повезаних лица, не сме прећи 80% висине капитала брокерско-дилерског друштва.⁷⁾

Осим тога, брокерско-дилерским друштвима, као овлашћеним учесницима на тржишту хартија од вредности, као и берзи као организатору тржишта, законска регулатива придаје једнак значај у погледу власничког цензуса у самом друштву, ради контроле значајног односно већинског учешћа у основном управљачком капиталу друштва. Наиме, неопходна је претходна сагласност Комисије за хартије од вредности за достизање или стицање квалификованог учешћа преко 5%, 10%, 15%, 20%, 33% и 50% укупног броја гласова у скупштини друштва.⁸⁾

При свему томе, узимајући у обзир све дажбине и фиксне трошкове, лиценца брокерско-дилерског друштва је веома скупа, а несразмерна висини његових накнада и провизија, тако да се инвеститору веома исплати да се уз релативно ниске трошкове бави куповином и продајом хартија од вредности, а брокерско-дилерском друштву само велики обим брокерских (укључујући и кастоди и корпоративних) послова може покрити трошкове пословања.

III Банке

Банка је јединствена по својој роби – најапстрактнијој и универзалној. Она је, иницијално, институција новчаног промета, а са гледишта инвеститора институција улагања новца у новац (непосредно "оплођавање"). Међутим, њој се интензивно придодају и послови са хартијама од вредности, које, по претпоставци, својим многоструко већим капиталом може далеко лакше да прати од брокерско-дилерског друштва.

Ипак, улога банке као новчаног финансијера инвеститора још увек је и биће актуелна, поготово у време власничке акумулације хартија од вредности (као основе за развој тржишта и касније све више финансирања из других извора), иако процедура за одобравање кредита захтева одговарајуће обезбеђење и још увек недовољно брзо прати инвеститора у погледу кретања на тржишту. Сем тога, када

7. ЗОТХоВ, чл. 147. и 148.

8. Ibid, чл. 77. и 123. и чл. 17. Правилника о условима за обављање делатности брокерско-дилерског друштва (Сл. гласник РС 100/2006, 110/2006 и 116/2006).

је притом у питању одобравање кредита акционару банке која одобрава кредит, услови не могу бити повољнији од услова кредита лицу које није повезано са банком, а кредит се и не може добити пре истека једне године од почетка пословања банке. Најзад, акционар банке не може од ње добити кредит ради стицања акција саме те банке.⁹⁾

Банчина друга улога, да обавља и послове самог брокерско-дилерског друштва, дакле овлашћеног учесника¹⁰⁾ и директног посредника на тржишту хартија од вредности, бар на нашем тржишту новијег је датума, од 2003. године, када је почео да се примењује претходни Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената. Међутим, тенденција је да та њена улога јача. Од укупно 38 банака у Републици Србији, скоро половина, 17 банака је овлашћено за делатности брокерско-дилерског друштва.¹¹⁾

Све су те банке овлашћене и за дилерске послове,¹²⁾ дакле могу их без посредника обављати на тржишту, а свакако и иначе могу бити у својој трећој улози - основног инвеститора, с тим што су што су ограничене цензусом улагања не преко 10% капитала банке у лице које није у финансијском сектору, а укупно не преко 60% у лица која нису у финансијском сектору и у основна средства банке. Слично брокерско-дилерским друштвима, код банака је такође, ради заштите и банке и њених акционара, а и њених клијената, који су и инвеститори, изложеност ризику (збир потраживања из кредита, гаранција и др. и улагања у хартије од вредности и других власничких улога) према једном или више повезаних лица ограничена на 25% капитала банке. Осим тога, када је реч о цензусу власничког учешћа, банка може имати знатно или контролно учешће само у неком лицу које је у финансијском сектору и само уз сагласност Народне банке Србије.¹³⁾

Банке за инвеститоре имају и улогу обављања различитих кастоди послова, везаних за опслуживање њихових рачуна хартија од вредности и остваривање њихових права и обавеза по основу хартија од вредности, при чему само оне могу отворити и водити збирне кастоди рачуне. Од укупно 38 банака у Републици Србији, њих 7 је овлашћено као кастоди банке (све су оне овлашћене и за обављање делатности брокерско-дилерског друштва).¹⁴⁾ Четврта улога банке, као кастоди банке посебно се издваја, шира је и нарочито одговорна и значајна, у смислу контроле, код отворених и затворених инвестиционих фондова, чије рачуне хартија од вредности и новчане рачуне може само кастоди банка водити. И не само то, већ она и контролише и потврђује обрачунату нето вредност имовине фонда, обавештава Комисију за хартије од вредности о уоченим неправилностима у пословању

9. Чл. 2, 27., 37., 39. и 40. Закона о банкама (Сл. гласник РС 107/2005 – даље: ЗОБ)

10. ЗОТХоВ, Глава XIII и Одељак 2. (наслов) и даље као под 3), ЗОТХоВ, чл. 176. и 179., ЗОБ - чл. 4.

11. Интернет страница Народне банке Србије, стање 01. 04. 2007. и Интернет страница Комисије за хартије од вредности, подаци од 27. 03. 2007. године.

12. Интернет страница Комисије за хартије од вредности, подаци од 27. 03. 2007. године.

13. ЗОБ, чл. 2., 33., 34. и 124.

14. ЗОТХоВ, чл. 180., 181. и 184. и као под 11).

друштва за управљање, подноси у име фонда Комисији и другим надлежним органима приговор против друштва за управљање за штету насталу неадекватним управљањем фондом, за отворени фонд се стара о законитој и да је у складу са политиком фонда, продаји, издавању и откупу инвестиционих јединица, а у случају распуштања отвореног фонда има обавезу уновчавања и исплате имовине фонда члановима фонда.¹⁵⁾

Најзад, пето, управо су банке, као концентрације капитала, чији минимални капитал мора увек бити у висини динарске противвредности 10 мил. еура¹⁶⁾, а што је од битног значаја за њихове претходно наведене улоге, посебно актуелне, нарочито у последње време и као предмети инвестирања и то не само на берзи већ и кроз куповину акција по примарној понуди, приликом нове емисије акција ради до-капитализације. Притом, на банке се, због величине капитала и значаја власничке структуре, тим пре примењује власнички цензус који важи за брокерско-дилерска друштва и берзу. Осим тога, банке у принципу не могу стећи сопствене акције, односно то могу само изузетно, уколико би се продајом акција банке у секундарној продаји нанела знатна штета акционарима банке и то само уз претходну сагласност Народне банке Србије.¹⁷⁾

IV Инвестициони фондови и друштва за управљање

Инвестициони фондови, коначно и код нас Законом уведени 2006. године, без обзира да ли отворени, затворени или приватни, пружају основним инвеститорима - својим члановима, односно акционарима код затворених фондова, могућност да управљачка друштва тих инвестиционих фондова за њихов рачун улажу у хартије од вредности и тако остварују добит инвестиционог фонда, односно учешће у тој добити – зараду за основне инвеститоре.

Овде се, између осталог, јављају две врсте хартија од вредности основних инвеститора – непосредне и посредне (које су предмет инвестирања), јер преко акција инвестиционих фондова (када су у питању затворени инвестициони фондови) они улажу у хартије од вредности. Но, посредне акције могу бити и у ланцу, јер се имовина инвестиционих фондова може улагати и у акције самих инвестиционих фондова и то домаћих затворених фондова и страних инвестиционих фондова са седиштем у државама чланицама ЕУ, односно ОЕЦД-а, уколико се њиховим акцијама тргује на организованом тржишту.¹⁸⁾ Тиме посредно инвестирање постаје још комплексније, а предмет инвестирања се релативизира и обогаћује.

Заправо, оно што инвестиционе фондове издваја у односу на брокерско-дилерска друштва и банке, јесте, прво, да су то институције искључиво посредног инвестирања. Ако је код брокерско-дилерских друштава и банака такво улагање јед-

15. Чл. 34., 56. и 77. Закона о инвестиционим фондовима (Сл. гласник РС 46/2006 - даље: ЗИФ).

16. ЗОБ, чл. 22.

17. Ibid, чл. 26., 99. и 100. и ЗОТХоВ - чл. 77.

18. ЗИФ, чл. 29., 43. и 59.

на од могућности (преко портфолио менаџера), овде је искључиви облик. Овде инвеститор "нема шта да мисли" - свој новац "предаје у руке" портфолио менаџеру друштва за управљање инвестиционим фондом, који води искључиво тај инвестициони фонд и доноси инвестиционе одлуке.¹⁹⁾

Друго, у питању је колективно инвестирање.²⁰⁾ Треће, ова концентрација инвеститора и обједињено а високо професионално управљање, омогућава ниже трошкове инвестирања.

Четврто, омогућује се потпуна ликвидност улагања, посебно код отвореног инвестиционог фонда. Код њега је, уз одређене изузетке, крајњи рок за откуп (повраћај уложеног новца са приносом - што чини нето вредност имовине отвореног фонда по инвестиционој јединици, а уз смањење због накнаде за откуп највише 1% од вредности инвестиционе јединице) – максимално пет дана.²¹⁾

Пето, како је реч о моћним инвестиционим субјектима, управо у функцији заштите основних инвеститора, инвестиционе фондове (као код банака) прате све три врсте цензуса који се тичу улагања.

Цензус улагања у функцији је дисперзије ризика, тако да се само до 10% имовине инвестиционог фонда може улагати у хартије од вредности, односно финансијске деривате једног издаваоца (или два или више повезаних лица), не рачунајући Републику Србију, Народну банку Србије, односно друго правно лице уз гаранцију Републике, код којих је цензус, разумљиво, виши, до 35%²²⁾.

Код инвестиционих фондова (отворених и затворених) врло прецизно је законски дефинисана "лепеза" хартија од вредности и других финансијских инструмената као предмета улагања, међу којима су дужничке и власничке хартије од вредности и то све домаћих и страних правних лица и међународних финансијских институција, којима се тргује на организованом тржишту у Србији и других држава, као и финансијски деривати којима се тргује на организованом тржишту у Србији и државама чланицама ЕУ, односно ОЕЦД-а. Од хартија од вредности и других финансијских инструмената, затворени инвестициони фондови могу улагати и у акције домаћих акционарских друштава којима се не тргује на организованом тржишту.²³⁾

Цензус власничког учешћа у непосредној је вези са претходним, али посматрано са друге стране – дисперзија ризика са аспекта предмета улагања, јер инвестициони фонд (отворени и затворени) не може стицати више од 20% власничког учешћа, односно акција са правом гласа једног издаваоца (односно два или више издавалаца који су повезана лица, када је у питању затворени инвестициони фонд, а нема разлога да то не важи и за отворени фонд, иако ЗИФ-ом то није експлицит-

19. Ibid, чл. 5. и 8.

20. Ibid, чл. 2., т. 2)

21. Ibid, чл. 34., 35., 44. и 47.

22. Ibid, чл. 30.

23. Ibid, чл. 29., 43., 59. и 74. и чл. 4. ЗОТХoB.

но предвиђено), осим када су у питању акције акционарских друштава којима се не тргује на организованом тржишту.²⁴⁾

Најзад, предвиђен је и члански цензус и то тако да код отвореног инвестиционог фонда члан фонда не може стећи више од 10% нето вредности имовине фонда, управо ради омогућавања ликвидности приликом откупа инвестиционих јединица. Код затвореног, пак, инвестиционог фонда ограничено је стицање сопствених акција, само уз претходну сагласност Комисије за хартије од вредности.²⁵⁾

Шесто, инвестициони фондови обједињују организоване системе инвестирања, које чине не само друштва за управљање овим фондовима, него и кастоди банке и брокерско-дилерска друштва и овлашћене банке, које за друштва за управљање обављају послове посредовања у трговању хартијама од вредности, као и у продајним услугама. При томе, имовина инвестиционих фондова (отворених и затворених) не може се улагати ни у какве хартије од вредности и друге финансијске инструменте које издаје неки од других елемената система.²⁶⁾ Дакле, функционалну обједињеност прати власничка подвојеност ради спречавања мешања и сукоба интереса.

Седмо, инвестициони фондови су институције инвестирања у коме неки други субјект одлучује о инвестирању и управља инвестицијом не само основног инвеститора, него целе институције колективног инвестирања. Ово, дакле важи и за затворени и приватни инвестициони фонд као правна лица, чији органи (надзорни одбор, па и скупштина код затвореног инвестиционог фонда) практично имају само контролну функцију. За узврат, друштво за управљање инвестиционим фондом је "специјализовано привредно друштво", које не може обављати другу делатност, са инвестиционим фондом не може закључивати други уговор осим уговора о управљању и не може имати учешће у капиталу и управљању затвореним и приватним инвестиционим фондом којим управља, нити другим правним лицима, као ни стицати инвестиционе јединице отвореног инвестиционог фонда којим управља. Управљачко друштво, дакле, без ангажовања сопствене имовине управља инвестиционим фондом. У том смислу јединствен је случај затвореног инвестиционог фонда - да је неки субјект оснивач, али не и акционар другог субјекта као акционарског друштва.²⁷⁾

Сагласно управљачкој функцији колективног инвестирања, управо је друштво за управљање, а не власник хартија од вредности, односно власничког рачуна, налогодавац за куповину и продају хартија од вредности. И управо је због тога за отворене инвестиционе фондове карактеристичан и једино могућ збирни кастоди рачун хартија од вредности, кога кастоди банка отвара и води у своје име, а за рачун чланова отвореног фонда као заједничких законитих ималаца хартија од вредности које су имовина отвореног фонда а у својини чланова фонда.²⁸⁾

24. ЗИФ, чл. 43., 59. и 74.

25. Ibid, чл. 46. и 65.

26. Ibid, чл. 31., 41. и 74.

27. Ibid, чл. 5., 6., 33., 58., 62., 63., 64. и 74.

Дакле, осмо, отворени инвестициони фонд, који најснажније одражава суштинску колективног инвестирања, носи у себи и анонимност основних инвеститора иза збирног кастоди рачуна хартија од вредности.

Инвестициони фондови, као најкомплекснији субјект заштите инвеститора, заправо су јасан израз глобализације на микро нивоу, одређених инвестирања, у коме један субјект преузима улогу управљања за велики број појединачних субјеката који имају новчана средства и "предају му га" на управљање остајући анонимни, црпећи из тога знатну корист, али и носећи ризик удаљености од центра одлучивања.

V Кога штите прописи?

Правни систем Републике Србије у области инвестирања на тржишту хартија од вредности заокружен је доношењем и почетком примене Закона о инвестиционим фондовима. Инвеститори (основни инвеститори) добили су, аналогно тржиштима хартија од вредности других држава, комплетiranу конструкцију законских и подзаконских услова за различите могућности, непосредног и посредног, улагања у хартије од вредности и друге финансијске инструменте.

Преостаје да се у пракси, која је за инвестиционе фондове тек започела, тај правни систем даље спроводи, усклађује са економским условима и усавршава. За инвеститоре је, притом, битно питање како ће у створеним условима практично даље функционисати брокерско-дилерска друштва, банке и инвестициони фондови са својим друштвима за управљање, као активни субјекти њихове заштите на тржишту? Какве ће конкретне услове за инвестирање моћи да им понуде и само тржиште и наведени субјекти на том тржишту и да ли ће им се под тим условима исплатити инвестирање?

Неопходно је да се између још увек високих трошкова оснивања и рада субјеката заштите инвеститора, уз врло ригидне и компликоване, посебно код инвестиционих фондова и друштава за управљање, услове за оснивање (односно организовање) и, са друге стране, прихода ових субјеката, односно њихових могућности за формирање и рад, постигне однос стимулативан за њих, а тиме и за инвеститоре. Тек тако, укључујући одговарајућу законску и подзаконску регулативу, у потпуности ће се штитити инвеститори на тржишту хартија од вредности.

28. Ibid, чл. 42. и 77. и чл. 19. и 181. ЗОТХoB.

Vladimir Popović, LL.M.
As-Financial Center s. c., Belgrade

THE SUBJECTS OF PROTECTION OF INVESTORS ON SECURITIES MARKET

Summary

Encirclement of securities market and investors on that market is poly-centric, from the general regulator and controller, through the securities register and securities market organizer, to the (active) subjects of protection of investors – broker-dealer associations, banks and investment funds with their management societies.

In that encirclement, the basic investors have possibilities to invest in securities directly or indirectly, to make a profit, and broker-dealer associations and banks are their agents on the securities market, while the investment funds with their management societies are their mediators. The subjects of protection of investors have different roles and characteristics, under the influence of balance between the functions of investor, agent and the object of investment.

Law system in investment branch on the securities market, completed with The investment funds law is on test in practice and there are important more stimulative conditions to foundation and work of subjects of protection of investors, and so also investors.

Key words: *investor, broker-dealer association, bank, investment fund, management society, collective investment, securities market.*