

др Добросав МИЛОВАНОВИЋ
доцент Правног факултета Универзитета у Београду

ПОЈЕДИНА ПИТАЊА НОВЕ РЕГУЛАЦИЈЕ ФИНАНСИЈСКОГ ТРЖИШТА*

Резиме

У раду аутор најпре даје приказ међународној и домаћој економској окружења. Он указује да поједини проблеми домаће финансијској тржишта нису искључиво последица закона који га непосредно регулише, него и других повезаних фактора као и одређеној стања и мера економије. Аутор разматра разлоге који су наведени за израду Нацрта Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената. Он указује на потребу коришћења прецизних и јасних термина, узимања у обзир најновије развоја у регулативи ЕУ и САД, анализе свих ефеката новој закона и других питања која би требала да обезбеде квалитет и дуодурајности нових решења.

Посебну пажњу посвећује питањима нове организационе структуре секундарној тржишта, фонда за заштитну инвестициона, инвестиционим друштвима и надзорним овлашћењима Комисије за хартије од вредности.

Кључне речи: *финансијска тржишта, фонд за заштитну инвестициона, инвестициона друштва, Комисија за хартије од вредности.*

* Овај рад је сачињен као део пројекта на Правном факултету Универзитета у Београду „Србија као правна држава“.

I Међународна и домаћа економска кретања

Међународни монетарни фонд,¹ Светска банка, Организација за економску сарадњу и развој, Европска централна банка, Европска банка за обнову и развој и друге релевантне организације и институције за ову и следећу годину најављују оживљавање привреда. То се показује и кроз раст берзанских индекса и промета на берзама. Међутим, сви испољавају резерве око тога да ли ће економски раст у овој години бити довољно снажан да се може продужити без додатних подстицаја фискалне политике и централних банака. Помоћ држава у износу од више трилиона долара и евра се мора окончати, јер су многе земље направиле енормни буџетски дефицит. У вези са заустављањем фискалне неравнотеже, неке државе (нпр. Ирска, Грчка, Португал) отпочеле су да спроводе рестриктивне мере, нарочито смањењем јавне потрошње.²

Значајно смањење прилива капитала из иностранства и недовољна конкурентност привреде Србије условили су депресијацију динара. Због настале ситуације у којој се – у условима смањења привредне активности, реалних зарада и тражње на домаћем тржишту – повећава оптерећеност кредитима деноминованим или индексираним у еврима, јавили су се притисци ка централној банци и влади са захтевима да девизни курс „учине предвидљивим“, увођењем његових циљаних нивоа за одређени период или увођењем граница флукутирања („тунела“), па све до предлога да се уведе фиксни курс према еврџ или чак и сам евро, као званична валута у земљи. То свакако не би било добро решење, јер се проблеми налазе у реалној а не у валутној сфери националне економије. То су неефикасна привреда, неизграђени спољнотрговински сектор и заостајање продуктивности.

Каматна стопа која се нуди за трезорске записе Републике и благајничке записе Народне банке је превисока, имајући у виду степен ризика које ове хартије подразумевају. С друге стране, рокови њиховог доспећа су релативно кратки. Наведена комбинација краткорочности и релативно високе каматне стопе ствара вишеструке проблеме. Прво,

1 ММФ предвиђа раст бруто националног производа у подручју евра за 1% у 2010. и 1,6% у 2011. години, у САД-у 2,7% у 2010. и нешто нижу стопу у 2011. години, а за светску привреду у целини повећање од 3,9% у 2010. и 4,3% у 2011. години. Макро-економске анализе и трендови и Конјунктурни барометар бр. 2, 2010, Економски институт, стр. 7.

2 ЕЦБ је зауставила дванаестомесечне позајмице банкама, које је до сада давала практично у неограниченом обиму. Квантитативне олакшице које су централним банкама послужиле за куповину ненаплативих обвезница су смањене или су у целини заустављене. Федералне резерве намеравају да у потпуности зауставе откуп банкарских хартија од вредности које су биле обезбеђене разним хипотекама. *Ibid.*, стр. 7–8.

постоје високи трошкови финансирања буџетских расхода и нестабилност у погледу прилива средстава. Друго, сви остали емитенти би морали да понуде веће каматне стопе да би могли да привуку инвеститоре, што повећава трошкове њиховог финансирања, нарочито када се томе додају трошкови емисије код Комисије за хартије од вредности, Централног регистра хартија од вредности и субјеката који припремају емисију. Такође, имајући у виду трошкове банкарских кредита, као и могућност великих компанија да преговарају са банкама о висини каматне стопе, смањује се потенцијал за емисије дужничких хартија компанија.³ Поред тога, због краткорочности државних хартија, нема простора за оживљавање секундарног тржишта ове врсте хартија од вредности. У вези са тим, потребно је даље смањивање каматних стопа и емисија дугорочних државних обвезница.

II Прописи и стратешки документи повезани са регулацијом финансијских тржишта

У погледу обвезница јединица локалне самоуправе и даље није донет Закон о јавној својини, којим би се дефинисала њихова имовина и припадајућа права. То би омогућило један од начина обезбеђења емисије обвезница, чиме би се смањио потенцијални ризик, а тиме и висина каматне стопе коју би ова јавно-правна лица требало да плате. Такође, још увек нису усвојене измене и допуне Закона о јавном дугу, којима је предвиђено повећање простора за задуживање јединица локалне самоуправе, омогућавање да поред финансијских институција ове обвезнице могу да купују физичка и друга правна лица, као и поспешивање њиховог секундарног трговања. Тиме би градови и општине добили већу флексибилност у финансирању локалних потреба. Пружила би се и прилика грађанима и правним лицима да инвестирају у сигурније хартије од вредности. Коначно, лица која живе на датом подручју могла би својим средствима, уз остваривање профита, да помогну инфраструктурни развој локалне заједнице.

Следећи проблем у вези са обвезницама јединица локалне самоуправе је што се у овом тренутку не може говорити о потпуној извесности и стабилности прихода јединица локалне самоуправе јер, између осталог, Закон о финансирању јединица локалне самоуправе предвиђа

3 Прошле године емитована је прва емисија краткорочних корпоративних обвезница, коју је откупила једна осигуравајућа кућа. Управо је у завршној фази одобравање прве дугорочне корпоративне обвезнице на тришту Србије. То је било подстакнуто конзервативном политиком банака у одобравању дугорочних кредита. Интересовање су нарочито испољиле куће које су фокусиране на животно осигурање које имају вишак средстава, али мало могућности да улажу без ризика.

компликован модел већег броја дотација централне државе, са веома нејасним критеријумима за доделу, а тиме и наглашеним простором за дискрециону оцену, која може, нажалост, бити заснована, првенствено на политичком волунтаризму.

Поред правних проблема, од изузетног значаја је образовање и усавршавање свих активних учесника у вези са сложеним питањима финансирања потреба ових територијално-политичких јединица и управљања дугом. Такође, потребно је извршити рејтинговање, како би се избегла нереална ситуација да све општине имају једнаку каматну стопу на обвезнице, што је била пракса током 90-их у погледу комерцијалних и благајничких записа. У вези са тим, позитивна је чињеница да су три града Ваљево, Краљево и Нови Сад у завршној фази добијања кредитног рејтинга, што ће представљати важан елемент за пружање реалне слике и за привлачење потенцијалних инвеститора.

У току је израда Стратегије о реструктурирању јавних предузећа. У вези са тим, модел иницијалне јавне понуде не би требало да буде занемарен. Иако у случају Нафтне индустрије и Телекома није преовладало опредељење за дати модел, не значи да у случају неких других јавних предузећа и у неком другом тренутку, он не би био одговарајући. При томе, он би се могао користити у случајевима где трошкови иницијалне јавне понуде оправдавају позитивне ефекте које би овај модел донео. Сваком случају би требало приступити индивидуално, имајући у виду врсту делатности, врсту и вредност постојеће имовине, потенцијале за развој, кадровску оспособљеност и сл.

У погледу једног од кључних проблема свих финансијских тржишта – ликвидности, евидентно је да су процеси глобализације и укрупњавања компанија и учесника на финансијском тржишту и даље актуелни. У том смислу, обими промета на берзама у региону бивше Југославије су знатно мањи у односу на промете на низу других берзи које се не могу сматрати највећим на свету (нпр. Бечка берза, Варшавска берза). Имајући у виду да смисао и трошкови њиховог постојања подразумевају одређени степен промета и конкурентне цене, све су актуелније идеје о потреби формирања регионалне платформе трговања на чијем би се листингу налазиле најбоље компаније из региона. Тиме би се овим компанијама олакшало прикупљање капитала неопходног за повећање конкурентности и смањење зависности од дужничког финансирања, нарочито под неповољним каматним стопама. Са процесом испуњавања услова из Споразума о стабилизацији и придруживању са Европском унијом (ЕУ), стицањем својства кандидата за придруживање, као и стицањем пуноправног чланства у ЕУ, односно учлањењем у Светску трговинску организацију, ово питање ће све више добијати на значају. Наиме, степен изложености „жестокој“ конкуренцији ће свакога дана бити све већи, па је могућност

лаког приступа обимнијим средствима под повољнијим условима, један од кључних предуслова брзог увођења нових технологија, метода рада и реализације одговарајућих подухвата. Истовремено, за институционалне и индивидуалне инвеститоре проширио би се круг финансијских инструмената у које могу инвестирати. Ово би било од посебног значаја за пензионе фондове, инвестиционе фондове и осигуравајућа друштва, јер би им се обезбедила већа дисперзија ризика.⁴

Кључни предуслови за то налазе се у сфери регулације и саморегулације. Наиме, неопходно је обезбедити јединствене стандарде који ће омогућити неометано одвијање процеса трговања, клиринга и салдирања, једноставну и равноправну доступност свих релевантних информација. Овај процес се већ одвија тиме што се земље у наведеном региону хармонизују са директивама ЕУ које уређују ову област, али ће вероватно бити неопходно и успостављање нешто прецизнијих регионалних стандарда. Са техничког аспекта, биће неопходно да се обезбеди јединствена платформа и информатичка и комуникациона повезаност са постојећим и будућим берзама, односно мултилатералним платформама за трговање. Неопходно је и пронаћи техничко решење које ће обезбедити реализацију регулаторног решења у погледу клиринга и салдирања.

III Циљеви регулације финансијских тржишта

Глобално посматрано, неопходност регулације проистиче из потребе елиминисања или ограничавања разноврсних ризика, заштите корисника и дефинисања круга активности овлашћених учесника на тржишту.

Са аспекта одређивања циљева регулације, и даље се може сматрати актуелним излагање Председника Органа за финансијске услуге Х. Дејвиса, који је на промоцији тог новог регулатора пре десетак година, изнео позадину и кључне идеје његовог успостављања:

1. одржавање поверења у финансијски систем и финансијска тржишта;
2. заштита корисника обезбеђењем компетентности и финансијске поузданости фирми, уз признање да корисници морају сносити извесну одговорност за своје финансијске одлуке;
3. континуирано повећање разумевања јавности у погледу природе (користи и ризика) финансијских производа који им се нуде;

4 Ово је један од кључних закључака конференције о новчаним тржиштима која је одржана у Опатији 12–13. априла 2010. године.

4. дефинисана улога у праћењу, откривању и спречавању финансијских кривичних дела.

При томе, он је нагласио потребу остваривања наведених циљева на ефикасан и економичан начин, са што мањим регулаторним оптерећењем и у складу са очекиваним користима. Такође, нови орган би требало да регулише на начин који не спутава иновацију и конкуренцију.

А. Витакер наводи да се као циљеви регулације тржишта могу означити:

- а. заштита инвеститора од превара (нпр. у облику „претрчавања“ њихових налога);
- б. унапређење интегритета тржишта у смислу поузданости процеса формирања цена и непостојања манипулација на тржишту; и
- в. заштита од системског ризика.

Прва два су предмет традиционалне пажње, док је потоњи циљ дуго био у надлежности банкарских регулатора.⁵

IV Врсте регулације финансијских тржишта

Постоје структурална, пруденцијална регулација и заштита инвеститора, које су међусобно знатно повезане. Структурална регулација односи се на врсту активности чије је обављање допуштено различитим категоријама финансијских институција. Пруденцијална регулација тиче се, између осталог, надзора над ликвидношћу, адекватношћу капитала и солвентности финансијских институција. Она је од нарочитог значаја за заштиту корисника и обезбеђење стабилности финансијског система.⁶ Легислатива о заштити инвеститора преклапа се са пруденцијалном и структуралном регулацијом у том смислу што се, теоријски посматрано, инвеститори штите од финансијских институција које постају инсолвентне, због преузимања прекомерних ризика, као и од конфликта интереса, кроз одвајање различитих врста пословања. Међутим, она се простире и знатно шире, на начин обављања инвестиционог пословања – висину провизије, регулацију рекламирања, итд.⁷ Правила која уређују заштиту инвеститора настоје не само да спрече да инвестициона јавност

5 A. Whittaker, *Tackling Systemic Risk on Markets: Barings and Beyond*, Oxford, 1996, стр. 259.

6 M. Pawley, *UK financial institutions and markets*, 1995, стр. 254.

7 *Ibid.*, стр. 235–236.

буде предмет преварне или манипулативне праксе, него и да добије поуздани савет од компетентних професионалаца.⁸

V Нацрт Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената

Важећи Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената⁹ (у даљем тексту: ЗТХВДФИ) ступио је на снагу средином, а почео је са применом крајем 2006. године. Као разлози за израду новог Закона наводе се постојећи проблеми у бржем развоју и функционисању финансијског тржишта, као и исказана потреба његових учесника за одређеним изменама које би требало да допринесу да се ова област уреди на адекватнији и савременији начин. Проблем недовољно развијеног тржишта капитала и, нарочито, недостатак квалитетних и разноврсних хартија од вредности, који се такође наводе као разлози израде Нацрта, сматрамо да се не налазе у сфери овог Закона, него првенствено у сфери економије и финансијских тржишта и других закона који уређују питања повезана са овом облашћу, на шта смо указали у уводном делу овога рада.

Поред тога, указује се на потребу за даљим усклађивањем са директивама ЕУ из ове области, у мери у којој се њихови принципи могу инкорпорисати у домаћу регулативу, водећи рачуна о будућем правцу развоја финансијског тржишта у Републици, у смислу његовог унапређења и интеграције са финансијским тржиштима у региону.

Имајући у виду потребу предвидивости, стабилности и правне сигурности у овој области, као један од кључних предуслова за привлачење већег обима портфолио инвестиција, неопходно је предузети све потребне мере да се обезбеди да након његовог усвајања, у блиској будућности не дође до поновне израде новог закона или евентуалних измена и допуна.

У вези са тим, неопходно је имати у виду и чињеницу да су земље чланице ЕУ, САД и друге земље, поводом велике кризе на финансијским тржиштима, у фази преиспитивања и усвајања нових решења која повећавају улогу регулације и регулаторних тела. Наиме, поново се показало да су учесници на тржишту склони неодговорном понашању, стварању погрешног утиска о могућностима великих зарада и неограниченог раста који нема покриће у показатељима у реалној сфери, као и различитим видовима манипулације (случај Медоф). Такође, и држава

8 *Ibid.*, стр. 240.

9 *Службени гласник РС*, бр. 47/06.

и политичари су допринели наступању ове кризе, јер нису предузимали мере неопходне да се спречи претерано задуживање. Наиме, нико није желео да разбије илузије о могућности неограниченог богаћења и лагодног живота. Стога је приликом израде домаћих прописа неопходно имати у виду не само хармонизацију са важећим директивама, него и најновије тенденције у правцу појачане регулације, нарочито системског ризика.

Поред тога, веома је важно да термини који се користе буду потпуно прецизни и, у што је могуће већој мери, усклађени са значењима термина који се иначе користе у нашем правном систему. У том смислу потребно је имати у виду и недавно усвојена Јединствена методолошка правила за израду прописа, где се нпр. предвиђа да се у дефиницији користе општепознати и недвосмислени изрази. Ово је од посебног значаја имајући у виду да приликом превођења страних правних текстова може доћи до извесних забуна, које су релевантне за каснију примену прописа.

Такође, при изради Закона, потребно је имати у виду традицију европско-континенталног система, чињеницу да судови у довољној мери још увек не располажу специфичним знањима из области финансијских тржишта, тако да још увек постоји већа потреба за прецизнијим нормама, уместо ослањања на судску праксу и прецедентно право као у англосаксонским земљама.

Поред тога, немерљив је значај дубинског сагледавања свих (позитивних и негативних) ефеката усвајања нових решења и то не само непосредно у области финансијских тржишта, него и шире.

Коначно, неопходно је обезбедити усклађеност за другим законима у овој области. У току је и израда Закона о привредним друштвима. У вези са тим неопходно је избећи неусклађености или правне празнине. Тако је нпр. непотпуна регулисаност процедуре затварања акционарских друштава утицала на различиту праксу Агенције за привредне регистре, односно Врховног суда. У вези са новим решењима Нацрта ЗТХВДФИ може настати проблем око питања (не)одвојивости права гласа и права својине на акцијама. Наиме, према одредби члана 208 став 3 Закона о привредним друштвима, није предвиђена могућност преношења уговором права гласа у скупштини акционарског друштва на трећа лица. Са друге стране, Нацрт ЗТХВДФИ предвиђа извесне обавезе у случају када одређено лице непосредно или посредно достигне, пређе или падне испод одређеног процента права гласа истог акционарског друштва чијим се акцијама тргује на тржишту хартија од вредности.¹⁰ Истовремено, одредбом следећег члана, под називом „Стицање или располагање значајним учешћем у праву гласа“ Нацрт предвиђа да се наведене оба-

10 Нпр. да је то лице дужно да о томе обавести Комисију, то друштво и тржиште на коме су акције тог друштва укључене у трговање.

везе односе и на лице када оно стекне, отуђи, располаже или остварује право гласа у неком од следећих случајева или у комбинацији следећих случајева: ...2) право гласа које је физичко или правно лице на основу уговора привремено и уз накнаду пренело на трећу страну ради остваривања тих права; ...4) право гласа из акција за које је у корист физичког или правног лица основано право плодуживања; итд. Из овога следи да Нацрт Закона подразумева могућност различитих облика преношења уговором права гласа у скупштини акционарског друштва, што важећим Законом о привредним друштвима није допуштено.

VI Поједини институти и решења

Нацрт закона уводи нове појмове и даје нове дефиниције главних појмова, усклађене са директивама ЕУ, као што су финансијски инструменти, инвестициона друштва, инвестициони савет, препорука, мултилатерална трговачка платформа, регулисано тржиште, квалификовани инвеститори, јавна понуда и јавно друштво и др.

У делу Нацрта који уређује *секундарно трговање хартијама од вредности*, врши се знатна реорганизација постојећег финансијског тржишта. Напушта се начело концентрације, које подразумева да постоји једно централно место на коме се спаја понуда и тражња акција (до сада – Београдска берза). Као ново место трговања уводи се мултилатерална трговинска платформа, коју организује или којом управља организатор тржишта или инвестиционо друштво на основу дозволе Комисије. Напушта се појам „организовано тржиште“ и предвиђа да постоје:

- мултилатерална трговинска платформа (МТП) где организатор мора имати дозволу Комисије и обезбедити сучељавање понуде и тражње;
- тржиште хартија од вредности, где организатор мора имати дозволу Комисије и бар један сегмент за трговање акцијама организован као листинг који испуњава услове за регулисано тржиште;
- регулисано тржиште које сучељава понуду и тражњу за финансијским инструментима, при чему редовно послује у складу са релевантним прописима ЕУ;
- ОТЦ тржиште¹¹ које нема организатора, није му потребна дозвола Комисије, нити има правила која доводе до аутоматског

11 Реч је о тзв. „*over the counter market*“, које се код нас преводи као ванберзанско тржиште. У том смислу, коришћење скраћенице „ВБТ“ би можда била прикладније од ОТЦ, која у нашем језику нема смисао.

закључења уговора, већ је дозвољено директно преговарање. Само инвестициона друштва која поседују дозволу Комисије могу да посредују у трговању на ОТЦ тржишту. Комисија контролом инвестиционих друштава учесника на ОТЦ тржишту врши посредан надзор над ОТЦ трансакцијама;

- приватна трансакција – слободна продаја акција између законитих ималаца хартија од вредности ван тржишта.

Прописује се обавеза укључивања хартија од вредности издатих путем јавне понуде на тржиште хартија од вредности, при чему се њима може трговати и на МТП-у, ОТЦ тржишту, као и у приватним трансакцијама, уз одређене изузетке.

Ово се у начелу може сматрати унапређењем и даљим развојем организационе структуре финансијског тржишта. Наиме, ако су у време израде Закона о својинској трансформацији 1997. године постојали значајни разлози за централизацију трговања акцијама на берзи у виду: а) незнања бројних власника и осталих учесника о суштини, карактеристикама и реалној вредности акција које су бесплатно или уз одговарајуће попусте подељене милионима радника и пензионера, б) потребе за равноправном утакмицом и тиме касније правне сигурности купаца датих акција, в) стварања новог финансијског инструмента и развоја тржишта капитала и обезбеђења посла за брокерско-дилерска друштва – већ извесно време је очигледно да је неопходно смањити број акционарских друштава којима се тргује на берзи (тренутно око 1.800). Разлози су административно растерећење, смањивање трошкова вођења евиденције и обавезе обавештавања берзе, концентрација регулатора и саморегулатора на најзначајније и најликвидније хартије од вредности. С друге стране веома је значајно на који ће се начин поставити критеријуми за „делистирање“. У вези са тим кључни критеријум би требало да буде недовољна ликвидност или потпуно одсуство трговања у одређеном периоду, а не неиспуњавање обавезе извештавања. Наиме, иако је то понашање предвиђено као привредни преступ, одређена лица могу свесно да крше дате одредбе како би остварили за њих значајније циљеве (нпр. да се заштите од нежељене промене власничке и управљачке структуре).

Нацрт Закона уводи нови институт *Фонда за заштитију инвеститора*. Нацрт прописује циљ, организацију, управљање, чланство и финансирање Фонда, чиме се врши усклађивање са Директивом ЕУ о компензационим шемама. Фонд служи заштити инвеститора чија су средства или финансијски инструменти изложени ризику у случају стечаја, односно других немогућности испуњавања обавеза према клијентима од стране инвестиционог друштва, кредитне институције

или друштва за управљање који обављају услуге или активности чувања и држања финансијских инструмената и новчаних средстава. Прописује се и надзор Комисије над радом Фонда, уређују се оквир и поступци за признавање и исплату одштетних захтева клијената према члану Фонда, као и начин обрачунавања потраживања клијената која су осигурана до вредности од 20.000 евра у динарској противвредности по клијенту члана Фонда.

У вези са овим Фондом иницијално размишљање је да се тиме повећава сигурност инвеститора, што се у начелу може сматрати пожељним са аспекта повећаног улагања тезаурисане штедње у инвестиционе подухвате, повећања запослености и сл. Са друге стране, поставља се питање од којих се ризика инвеститори штите у случају стечаја, ако њихова имовина (финансијски инструменти односно новчана средства) не чине део стечајне масе инвестиционог друштва, кредитне институције или друштва за управљање који обављају услуге или активности чувања и држања финансијских инструмената и новчаних средстава. Такође, ако важи правило *delivery vs. payment* (истовремености испуњења обавеза купца и продавца), онда стечај инвестиционог друштва које је друга страна у послу (купца или продавца) не утиче на неиспуњење обавеза из уговореног посла. Независно од тога, код инвеститора се не сме створити лажно уверење да се они овим фондом штите од инвестиционог ризика, што би их подстакло да смање пажњу у инвестирању и улазе у ризичније инвестиције. Поред тога, „социјализација“ ризика, тј. заједничко покривање лошег пословања једног или више посредника на тржишту не подстиче повећање одговорности датих друштава чиме се, управо обрнуто, повећава системски ризик. Затим, обавеза уплате одређеног износа у фонд, повећава трошкове пословања инвестиционих друштава, што се по правилу преноси на кориснике њихових услуга и смањује количину новца за инвестирање. Веома је битно и по ком критеријуму ће инвестициона друштва уплаћивати одговарајуће износе у Фонд, да ли једнаке износе (чиме се више оптерећују мања инвестициона друштва) или ће се они одређивати сразмерно ризику који она преузимају на тржишту (што би било боље решење).

Иначе, када је реч о ризику, мишљења смо да се мора потпуно прецизирати и повећати свест о одговорности сваког учесника на тржишту: од регулатора, преко берзе и других организатора тржишта, централног регистра, инвестиционих друштава и других посредника, али и самих инвеститора (не само за незаконита понашања, него и за инвестиционе промашаје). Поред усвајања закона, једнако, а можда и више значајна је доследна примена закона и других прописа у области одговорности. У вези са тим, неопходно је да Комисија за хартије од вредности, поред изрицања санкција, обавештава јавност о свим учиниоцима неза-

конитих понашања, што представља вид регулације путем репутације, чиме се превентивно смањује жеља за таквим облицима поступања јер се тиме штети конкурентској позицији датог учесника.

Нацрт предвиђа нови термин *инвестициона друштва* у вези са којима прописује услове потребне за издавање лиценци и дозвола за рад, кадровску и техничку оспособљеност, услове за чланове управног одбора и директоре. Одређен је ниво потребног минималног капитала у складу са инвестиционим услугама и активностима које инвестиционо друштво пружа од 125.000 до 730.000 евра у динарској противвредности, у складу са директивом ЕУ. Она могу да воде новчане рачуне клијената, при чему се клијент сам одлучује да ли жели да му новчани рачун води банка или инвестиционо друштво. Комисија прописује детаљније одредбе које регулишу адекватност капитала и управљање ризицима. Прописује се да је инвестиционо друштво дужно да предузме све неопходне кораке како би при извршењу налога постигло најбољи могући ефекат по клијента, с тим што када клијент изда посебна упутства у вези са трансакцијом, инвестиционо друштво извршава налог према тим упутствима. Инвестиционо друштво је дужно да установи мере и системе за брзо, поштено и ефикасно извршење налога клијената у односу на налоге осталих клијената или самог инвестиционог друштва. Утврђују се посебни системи извештавања за професионалне клијенте, који добијају тај статус према критеријумима који су у складу са директивом ЕУ. Прописује се и начин пружања услуга управљања портфељом као и позајмљивање финансијских инструмената.

У вези са *овлашћеним банкама* новина је да им се укида обавеза да морају добити овлашћење Комисије и имати посебан организациони део на који се примењују све одредбе поглавља о инвестиционим друштвима, уколико само пружају додатне инвестиционе услуге (нпр. кастоди послове).

Одредбе које уређују статус *Комисије за харџије од вредности* предвиђају њену пуну самосталност и независност у раду, при чему она за обављање својих послова, као и по важећем Закону, одговара Народној скупштини. У сегменту *Овлашћења и надлежности Комисије*, прецизније се и адекватније регулишу мере у надзору које спроводи Комисија. Надлежности и одобрења Комисије преусмеравају се на области које су најважније за заштиту инвеститора. Уводи се надзор над инвестиционим друштвима на основу ризика и обима пословања која поједина инвестициона друштва остварују. То би подразумевало да се надзор Комисије над инвестиционим друштвима заснива на процени ризика која подразумева непосредну контролу нарочито оних инвестиционих друштава које представљају највећи системски ризик у смислу обима и врсте инвестиционих услуга и активности које пружају, одно-

сно обављају, а Комисија је дужна да спроводи најмање једном годишње непосредну контролу свих инвестиционих друштава са дозволом за обављање делатности.

У начелу, технике процене ризика могу да повећају ефикасност надзора, јер помажу да се идентификују најприоритетнији проблеми, процени вероватноћа неусклађености одређеног субјекта са прописима и вероватноћа да ће се током надзора открити повреда. Такве варијабле могу се користити за усмеравање надзора ка субјектима, делатностима и локалитетима где постоји највећа вероватноћа откривања повреда и унапређења свеукупног поштовања прописа. Избор предмета надзора заснован на ризику обликован је тако да унапреди ефикасност и делотворност фокусирањем недостајућих ресурса надзорног органа на субјекте који највероватније не поштују прописе.

Неопходно је даље унапређење модела односа са субјектима под надзором. Наиме, ослањање на санкције није једини фактор одвраћања од непоштовања прописа. Такође, утврђивање поштовања прописа засновано искључиво на критеријуму начина пружања уместо на квалитету испоручене услуге, може сузбити иновацију и способност учесника на тржишту да унапређују услуге. Надзорни орган би редовно требало да процењује процедуре контроле, да би обезбедио њихову континуирану делотворност и да показатељи очекиваних резултата и даље одговарају промењеним околностима. У погледу потребе за изменама прописа, требало би узимати у обзир и ставове субјеката под надзором. Поред тога, обука, обавештавање и давање савета правним и физичким лицима, помогло би субјектима под надзором да боље разумеју смисао и начин поштовања прописа у јавном и сопственом интересу.¹²

12 J. Coolidge, Government Inspections, Lessons from Reforms, [http://www.ifc.org/ifcext/fias.nsf/AttachmentsByTitle/Manualsandtoolkits_Module7_Overview+/\\$FILE/Inspections-synthesis-4pn-060323.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/fias.nsf/AttachmentsByTitle/Manualsandtoolkits_Module7_Overview+/$FILE/Inspections-synthesis-4pn-060323.pdf), стр. 3.

Dobrosav MILOVANOVIĆ, PhD

Assistant Professor, University of Belgrade Faculty of Law

CERTAIN ISSUES OF NEW REGULATION OF FINANCIAL MARKETS

Summary

In this paper author first gives an overview of international and national economic environment. He points out that some problems of domestic financial markets are not solely a result of laws that directly regulate it, but also other related regulations as well as state of the economy. Author discusses the reasons listed for the drafting of the Act on Securities and Other Financial Instruments Markets. He points out the need to use precise and clear terms, taking into account the latest development in the EU and U.S. regulations, analysis of the effects of new legislation and other issues that should ensure the quality and durability of new solutions.

Special attention he gives to issues of a new organizational structure of secondary markets, investor protection fund, investment companies and the supervisory powers of Securities Commission.

Key words: *financial markets, investor protection fund, investment companies, Securities commission.*