

др Добросав МИЛОВАНОВИЋ
доцент Правног факултета Универзитета у Београду

НОВА РЕШЕЊА ПРЕДЛОГА ЗАКОНА О ТРЖИШТУ КАПИТАЛА*

Резиме

У раду аутор размајра разлоге за израду Закона о тржишту капитала. Анализирајући начин и сљедеће усклађивања са директивама ЕУ, он указује на потребу уважавања послоједне правне и економске окружења у Србији и тренутних проблема у ЕУ. Аутор истиче да у погледу појединих решења Предлога ЗТК није до краја видљиво дубинско сагледавање позитивних и негативних ефеката усвајања нових решења у области финансијских тржишта и на ширем плану.

Посебну пажњу посвећује проблемима у вези са утврђивањем надлежности Комисије за хартије од вредности као поверених. Коначно, аутор анализира питања дефинисања појма јавног друштва, искључења хартија од вредности са реулисаној тржишта, као и престанка стања јавног друштва.

Кључне речи: тржиште капитала, јавно друштво, директиве ЕУ, Комисија за хартије од вредности.

* Овај рад је сачињен као део пројекта на Правном факултету Универзитета у Београду „Србија као правна држава“. Истраживању које је претходило изради рада и заузетим ставовима немерљив допринос пружила је Светлана Тодоровић, главни правник Комисије за хартије од вредности.

I Уводна разматрања

Предлагач истиче да је текст Закона о тржишту капитала (ЗТК) настао као резултат других анализа стања и проблема у погледу функционисања и бржег развоја финансијског тржишта, као и исказаних потреба учесника за адекватнијим и савременијим уређивањем ове области.

Као први разлог наводи се недовољно развијено тржиште капитала и недостатак квалитетних и разноврсних хартија од вредности у које би могли да улажу институционални инвеститори. Међутим, сматрамо да се кључни узроци тог проблема не налазе у важећем Закону о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената,¹ него првенствено у сфери економије, финансијских тржишта, недовољних знања и воље, као и других закона који уређују питања повезана са овом облашћу. Потребно је да се привредни субјекти активније укључе у финансијске и привредне токове и учине атрактивнијим финансијско тржиште домаћим и страним инвеститорима. Такође, неопходно је да професионални посредници на тржишту покажу више креативности и помогну привредним субјектима и инвеститорима да искористе могућности које су већ предвиђене прописима. Тиме би се допринело бржем развоју финансијског тржишта, али и целокупног реалног сектора привреде и изласку из постојеће кризе. У погледу обвезница јединица локалне самоуправе и даље није донет Закон о јавној својини, који би омогућио успостављање новог вида обезбеђења, смањио потенцијални ризик и висину каматне стопе коју би сносила ова јавно-правна тела. Измене и допуне Закона о јавном дугу којима би се, поред финансијских институција, допустило физичким и другим правним лицима да купују „локалне“ обвезнице, још увек нису усвојене. Овим се одлаже повећање и олакшавање њиховог секундарног трговања. Коначно, не постоји потпуна извесност и стабилност прихода јединица локалне самоуправе. Разлог је, између осталог, што Закон који уређује њихово финансирање предвиђа компликован модел већег броја дотација централне државе, са веома нејасним критеријумима за доделу, а тиме и наглашеним простором за дискрециону оцену, која се првенствено може заснивати на политичком волунтаризму.

Израда ЗТК-а проистиче и из потребе за усклађивањем закона којим се уређују привредна друштва са директивама ЕУ. С обзиром да се решења појединих института и целокупних процеса на финансијском тржишту ослањају на одредбе системског привредног закона, конзистентно и јединствено регулисање захтева да се до окончања процедуре усвајања ових закона обезбеди потпуна координација предлагача.

1 „Службени гласник РС“, број 47/06.

Такође, супротно постојећем стању, логично би било да се прво усвоје нова решења Закона о привредним друштвима, а потом ЗТК-а. Са становишта јединственог регулисања финансијског тржишта потребно је, поред измена Закона о инвестиционим фондовима које су у процедури, извршити и одговарајуће измене Закона о преузимању акционарских друштава.

Предлагач истиче и да су разлози за израду ЗТК-а и превазиђени институти и непостојање одговарајућих институционалних и системских решења у важећем Закону са аспекта позитивне праксе развијених и земаља у транзицији, али и са становишта текућег процеса континуираног усаглашавања са прописима ЕУ.

II Усаглашавање са прописима ЕУ

Потоњи процес је повезан са усклађивањем националних прописа са одредбама Споразума о стабилизацији и придруживању, односно са одредбама Прелазног споразума о трговини и трговинским питањима.² Прелазни рок за усклађивање законодавства према одредбама чл. 72, односно чл. 8 ст. 1 Споразума износи највише шест година. Разлози за делимично испуњавање, односно неиспуњавање обавеза које произлазе из Споразума³ и Прелазног споразума су у томе што се на овом степену развоја не примењују одредбе око слободе пружања услуга страних инвестиционих друштава и њихових филијала у Републици.

Према томе, један од основних циљева предлагача ЗТК-а био је даље усклађивање са директивама ЕУ из ове области, у мери у којој се њихови принципи могу инкорпорисати у домаћу регулативу. Тако су из Директиве о тржиштима финансијских инструмената⁴ у Предлогу закона примењене одредбе из следећих области: дефинисање основних појмова и области примене, издавање дозвола и услови пословања инвестиционих друштава, регулисано тржиште хартија од вредности, надлежности надзорног органа у поступку издавања дозвола инвестиционим друштвима, тржиште и организатор тржишта, дефинисање

2 Споразум о стабилизацији и придруживању између Европских заједница и њихових држава чланица, са једне стране, и Републике Србије са друге стране и Прелазни споразум о трговини и трговинским питањима између Европске заједнице, са једне стране, и Републике Србије, са друге стране („Службени гласник РС“, број 83/08).

3 Поглавље III Пружање услуга и Наслов VI члан 91 Банкарство, осигурање и финансијске услуге.

4 Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments (MiFID) amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC.

инвестиционих услуга и активности и додатних инвестиционих услуга које пружају инвестициона друштва, дефинисање финансијских инструмената којима тргују, као и критеријуми за лица која могу бити професионални клијенти. Имајући у виду назив ове Директиве, у циљу обезбеђења термилошке хармонизације нашег права са правом Европске уније, није до краја јасно зашто није утврђен другачији назив – Закон о тржиштима финансијских инструмената или коришћен назив важећег Закона. Ово нарочито стога што предмет уређивања није само трговина капиталом, него и инструментима којима се преносе ризици на финансијском тржишту.

Поред тога, предлагач је при усаглашавању законских решења имао у виду и Директиву о хармонизацији захтева за транспарентношћу у вези са информацијама о издаваоцима чије су хартије од вредности примљене на регулисано тржиште, Директиву у вези са информацијама садржаним у проспекту и објављивањем проспекта, Директиву о трговању на основу инсајдерских информација и о тржишним манипулацијама, као и Директиву о шемама заштите инвеститора.

Интенција предлагача да се, за разлику од постојећег закона, који прописује начин и процедуре издавања хартија од вредности, фокусира на уређивање јавне понуде хартија од вредности и обелодањивање финансијских и нефинансијских података, као и остале обавезе извештавања јавних друштава, може се позитивно оценити.

Поједини кључни појмови, као што су јавно друштво, издавалац, јавна понуда хартија од вредности, регулисано тржиште, ОТЦ,⁵ понудилац, квалификовани инвеститори, другачије су дефинисани, углавном заснивањем на решењима директива ЕУ. Међутим, неопходно је имати у виду да велики број употребљених појмова и термина не одговара нашим правним стандардима и економским категоријама, те је потребно усаглашавање и прилагођавање постојећем правном и економском миљеу. У том смислу потребно је имати у виду и Јединствена методолошка правила за израду прописа, где се нпр. предвиђа да се у дефиницији користе општепознати и недвосмислени изрази. Ово је од посебног значаја јер при превођењу 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 и недовољна специфична знања судија из области финансијских тржишта, због чега још увек постоји већа потреба за прецизнијим нормама, уместо ослањања на судску праксу и прецедентно право као у англо-саксонским земљама.

5 Реч је о тзв. „*over the counter market*“, које се код нас преводи као ванберзанско тржиште. У том смислу, коришћење скраћенице ОТЦ у нашем језику нема смисла, нарочито ако је написано ћирилицом.

Начин и степен инкорпорисања релевантних решења одговарајућих директива ЕУ и регулативе транзиционих земаља, као и усвајање позитивне праксе развијених тржишта капитала, уз поштовање постојећег правног и економског окружења, круцијална су одредница успешности нових решења. При томе, неопходно је имати у виду и тренутно стање у ЕУ – дужничку кризу не само на нивоу бројних компанија, него и држава чланица, подељена мишљења око потребе и степена солидарности на нивоу ЕУ у вези са тим проблемом, одбијања пореских обвезника једне земље да покрију дугове њихових банака грађанима других држава који су били привучени понуђеним високим каматним стопама и сл. Сви ови проблеми захтеваће реконструкцију одређених принципа и норми на нивоу ЕУ, о чему се мора дугорочно водити рачуна и са аспекта домаће регулативе.

Коначно, 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. У вези са тим, мора се имати у виду да директиве, по својој природи остављају простор да се по низу питања одређени циљ оствари на више начина – од којих су неки примеренији за степен и правац развоја домаћег финансијског тржишта. Та врста анализе није до краја видљива у погледу низа решења у предложеном ЗТК. Тако нпр. код Фонда за заштиту инвеститора предлагач не приказује везе са другим одредбама Предлога којима се на други начин елиминише или смањује ризик. Он указује на предности у смислу додатне заштите инвеститора, али не и на недостатке у облику социјализације ризика, смањивања пажње инвеститора, трошкова које Фонд подразумева. Такође, слично поступање је видљиво код ефеката повећања новчаног дела основног капитала брокерско-дилерских друштава и сл.

III Комисија за хартије од вредности

Савремена светска пракса у периоду након глобалне финансијске и економске кризе, показује закономерност строжег регулисања тржишта финансијских инструмената, нарочито оних који су изазвали системске ризике. Стога је на националном плану потребно пронаћи праву меру либерализације овог тржишта, имајући у виду још увек тешке последице ове кризе на привредне токове уопште, а посебно на финансијско тржиште. Такође, неопходно је обезбедити предуслове за развој финансијског тржишта и као одговор на банкоцентричну привреду, која је показала своје слабости у идентификацији ризика кредитирања као доминантног начина финансирања привредних субјеката и грађана.

Предлог закона на самом почетку садржи циљеве Закона, на начин на који је то предвиђено принципима Међународне организације комисија за хартије од вредности (*IOSCO*), што представља унапређење регулације у овој области. Наиме, кроз циљеве закона се опредељују основне вредности којима предметни пропис даје одговарајући степен заштите и постављају се будући оквири за тумачење и примену Закона и израду пратећих прописа. Као циљеви су назначени заштита инвеститора, обезбеђење праведног, ефикасног и транспарентног тржишта капитала, као и смањење системског ризика на тржишту капитала. Реализација ових циљева служи очувању интегритета тржишта и враћања поверења грађана у институције тржишта капитала.

У том смислу, позитивну промену представља преношење фокуса регулације са области издавања хартија од вредности, на постављање високих стандарда извештавања и обелодањивања релевантних извештаја, података о пословању учесника на тржишту капитала, околности од значаја за позицију на финансијском тржишту, који могу утицати на вредност финансијских инструмената, а све у циљу пуне информисаности инвеститора.

Неопходан предуслов за то је и даље повећање улоге националног регулаторног тела са прецизно одређеним јавним овлашћењима и одговорностима. У том правцу говори и упоредно-правна анализа постојећих решења у окружењу и светској пракси да се ојачају регулаторна и надзорна овлашћења Комисије, што повлачи и већу одговорност за стање и развој финансијског тржишта.

Комисија може успешно да остварује повећане надлежности и врши своју регулаторну и надзорну функцију само ако поседује и развија стручност, као и персоналну, оперативну и финансијску независност и самосталност. То је у складу са општеприхваћеним принципима *IOSCO*, које су аутори Предлога Закона препознали и реafirмисали. Овакав приступ нарочито добија на значају јер *IOSCO*, након конференције у Паризу 2010. године, прераста из удружења националних регулатора у глобалног регулатора, који има овлашћења да креира глобалне стандарде и правну регулативу као основ за национална законодавства.

У вези са тим, проширене су мере Комисије у поступку надзора, уведен је надзор над управљањем и функционисањем Фонда за заштиту инвеститора, као и надзор над инвестиционим друштвима на основу индивидуалног ризика и обима пословања. Прописана је и проширена обавеза Комисије да води разне врсте регистара, као и да их објављује на својој интернет страници.⁶ На крају сваког поглавља прописане су

6 То су нпр. јавни регистар издавалаца којима је Комисија одобрила објављивање проспекта за јавну понуду и чији су финансијски инструменти укључени у трговање на регулисано тржиште или МТП, регистар јавних друштава, финансијских извештаја,

одредбе које се односе на мере и активности које Комисија предузима и примењује у поступку надзора у оквиру одређене области. На тај начин предлагач је желео да ове одредбе адекватније и прецизније уреди, као и да их учини прегледнијим за све субјекте на које се односе.

Према томе, одредбама које уређују статус, начин организовања и финансирања Комисије испоштовани су принципи *IOSCO*-а. То важи и у погледу надлежности Комисије предвиђених одредбом чл. 262 ст. 1 Предлога ЗТК. Међутим, већ у следећем ставу истог члана једна, релативно кратка одредба, може битно да дерогира цео модел и преузете међународне обавезе. Наиме, предвиђено је да послове из ст. 1 тач. 1–13, 17 и 18 овог члана, што суштински и квантитативно значи највећи део својих надлежности, Комисија обавља као *поверене послове*. Шта то практично значи? Закон о државној управи⁷ одредбом чл. 4 предвиђа да се поједини послови државне управе законом могу поверити имаоцима јавних овлашћења у које, поред осталог, спадају и друге организације, као што је Комисија за хартије од вредности. Према одредби чл. 51 ЗДУ, при вршењу поверених послова имаоци јавних овлашћења имају иста права и дужности као органи државне управе. Међутим, Влада и органи државне управе задржавају и после поверавања послова одговорност за њихово извршавање.

Над имаоцима јавних овлашћења у вршењу поверених послова државни органи врше унутрашњи надзор који се састоји од надзора над радом, инспекцијског надзора преко управне инспекције и других облика надзора уређених посебним законом. Надзор над радом састоји се од надзора над законитошћу и надзора над сврсисходношћу рада. Потоње подразумева испитивање делотворности и економичности рада и сврховитости организације послова. Из овога следи да је реч о веома широком појму и предмету надзора. Такође, у вршењу надзора над радом орган државне управе овлашћен је да: 1) захтева извештаје и податке о раду; 2) утврди стање извршавања послова, упозори на уочене неправилности и одреди мере и рок за њихово отклањање; 3) издаје инструкције;⁸ 4) наложи предузимање послова које сматра потребним; 5) покрене поступак за утврђивање одговорности; 6) непосредно изврши неки посао ако оцени да се друкчије не може извршити закон или други општи акт; 7) предложи Влади да предузме мере на које је овлашћена.

годишњих, полугодишњих и кварталних извештаја, битних информација и прописаних података које свако друштво доставља, регистар ималаца значајних учешћа у јавним друштвима, итд.

7 „Службени гласник РС“, бр. 79/2005, 101/2007, 95/2010.

8 Инструкцијом се усмерава организација и начин рада запослених у имаоцу јавних овлашћења у вршењу поверених послова државне управе. Истина, инструкцијом се не може одређивати начин поступања и решавања у управној ствари.

Поред општих овлашћења, надзорни орган у односу на имаоце јавних овлашћења има и посебна овлашћења да преузме поверени посао и да врши надзор над законитошћу њихових прописа. Тако је, према одредби члана 56 ЗДУ-а, надзорни орган дужан да непосредно изврши поверени посао ако би неизвршење посла могло да изазове штетне последице по живот или здравље људи, животну средину, привреду или имовину веће вредности. Ако ималац јавних овлашћења и поред вишеструких упозорења не почне да врши поверени посао или не почне да га врши правилно или благовремено, надзорни орган преузима извршење посла најдуже на 120 дана. Овде је посебно неопходно имати у виду простор који се оставља за тумачење правног стандарда „правилно или благовремено вршење посла“.

Такође, ималац јавних овлашћења дужан је да пре објављивања прописа прибави од надлежног министарства мишљење о уставности и законитости прописа, а министарство да њему достави образложени предлог како да пропис усагласи са Уставом, законом, другим прописом или општим актом Народне скупштине и Владе. Ако ималац јавних овлашћења не поступи по предлогу министарства, оно је дужно да Влади предложи доношење решења којим се поништава или укида пропис имаоца јавног овлашћења ако он није у сагласности с другим прописом или општим актом Народне скупштине или Владе, а ако није у сагласности са Уставом или законом, министарство је дужно да предложи Влади да га обустави од извршења и да пред Уставним судом покрене поступак за оцену његове уставности или законитости.

Анализа претходно наведених овлашћења којима би у односу на Комисију за хартије од вредности располагао орган државне управе (према делокругу послова то би било Министарство финансија), несумњиво указује да од независности и самосталности Комисије, практично не би остало скоро ништа.

У којој мери је одредба којом се највећи део надлежности Комисије утврђује као поверени послови у супротности са текстом предлога ЗТК говори и одредба чл. 52 ЗДУ-а, према којој се средства за вршење поверених послова обезбеђују у републичком буџету, док је одредбом чл. 259 Предлога ЗТК-а предвиђено да се средства за рад Комисије обезбеђују из накнада које се, у складу с правилником о тарифи, наплаћују за обављање послова из њене надлежности, као и из других извора, у складу са законом.⁹

9 На истоветан начин ово питање уређује и важећи Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената одредбом чл. 245. Такође, вишак расхода над приходима Комисија покрива из својих резерви, а ако та средства нису довољна – из буџета Републике. Вишак годишњих прихода над расходима уплаћују се у буџет.

Слична нелогичност постоји и у вези са одредбом чл. 54 ст. 2 ЗДУ која, у вези са ограничењима при поверавању послова државне управе, предвиђа да послови инспекцијског надзора могу бити поверени једино органима аутономне покрајине и јединица локалне самоуправе. То би значило да се не могу поверити другим имаоцима јавних овлашћења као што је Комисија. Међутим, у низу одредаба Предлог ЗТК, у складу са принципима *IOSCO*-а управо додељује Комисији таква овлашћења. То је нарочито видљиво у одредби чл. 262 ст. 1 тач. 9, где Комисија, поред осталог, врши надзор и прати: послове издаваоца и јавних друштава; извршавање обавезе извештавања издавалаца и учесника на регулисаном тржишту; пословање инвестиционих друштава, организованих тржишта, Централног регистра, укључујући и лица која поседују квалификовано учешће, чланове управе и друге запослене код тих лица; секундарно трговање финансијским инструментима. Такође, она према тач. 10 истог става прати усклађеност са одредбама и повреду одредаба закона, аката Комисије и општих аката организатора тржишта, инвестиционих друштава и Централног регистра, а према тач. 11 организује, предузима и контролише спровођење мера и санкција којима се обезбеђује законито, правично, уређено и ефикасно функционисање регулисаног тржишта, а у циљу спречавања поремећаја на тржишту и заштите инвеститора.

Такође, у вршењу надзора, према одредби чл. 267 Комисија располаже снажним инспекцијским овлашћењима да од широког круга лица захтева достављање података и докумената, односно података и информација у вези са сврхом и предметом надзора. Она је надлежна да врши надзор непосредним увидом у општа акта, пословне књиге, изводе са рачуна, преписку и друге документе, укључујући и електронске медије и остале податке које су субјекти надзора обавезни да воде и достављају Комисији, врши анализу тих података, узима изјаве од одговорних лица и осталих запослених у субјекту надзора, као и од других лица која имају сазнања од интереса за надзор. Субјекти надзора дужни су да овлашћеним лицима Комисије омогуће приступ у пословне просторије и организационе делове, дају на увид тражену документацију, изјаве, као и да обезбеде друге услове за несметано обављање надзора.

Очигледно је да је реч о класичним инспекцијским овлашћењима која се користе за утврђивање свих релевантних чињеница на основу којих се може утврдити (не)постојање неког облика незаконитости или неправилности у раду субјекта надзора.

Коначно, на основу спроведеног поступка надзора, Комисија може субјекту надзора да изрекне надзорне мере и санкције прописане законом, а у сврху законитог, поштеног, правичног и професионалног пословања који унапређује интегритет тржишта капитала. У случају

утврђених незаконитости и неправилности Комисија ће решењем наложити предузимање мера и активности ради успостављања законитости и правилног пословања, одредити рок за извршење решења и обавезу да се Комисији достави доказ о исправљеној незаконитости и неправилности.

Новина Предлога ЗТК је да Комисија, независно од других предузетих мера, субјекту надзора као и члану управе може изрећи новчану казну. На овај начин се после преко две деценије проширује лепеза санкција које Комисија може користити у вршењу својих надлежности, што је у складу са упоредном праксом. Такође, на овај начин се обезбеђује да се у одређеним ситуацијама постиже већа прилагођеност санкције сврси и ефектима који се настоје постићи. При томе, имајући у виду да предлагач прописује релативно широк распон у коме се новчане казне могу изрећи,¹⁰ веома је важно да Комисија на том плану обезбеди јединствену праксу у смислу изрицања истих санкција у истоветним ситуацијама, како би се обезбедила равноправност учесника на тржишту.

На основу претходног излагања, чак и када би се занемарили принципи *IOSCO*-а и преузете међународне обавезе, постоји очигледна потреба да се предлагач определи да ли су то изворни или поверени послови. Наиме, имајући у виду одредбе ЗДУ, несумњиво се може констатовати да је супротност ставова 1 и 2 члана 262 Предлога ЗТК-а, са аспекта очувања логике унутрашњег правног система, неприхватљива.

Ако је било неопходно повећати одговорност Комисије и избећи самовољу и злоупотребе, уместо прописивања да је реч о повереним пословима, постоје одредбе Предлога ЗТК-а које обезбеђују да Комисија не излази из граница својих овлашћења. Оне представљају довољну залог одговорности Комисије кроз благовремено обавештавање и контролу Комисије од стране врховне законодавне власти. Наиме, Комисија за свој рад одговара Скупштини, која јој одобрава Статут и којој је дужна да подноси извештај о раду и кретањима на финансијском тржишту, најмање једном годишње као и финансијски план на потврђивање. Извештај сличне садржине Комисија је дужна да доставља и Влади сваких шест месеци. Поред тога, постоји у управно-судска контрола законитости појединачних аката Комисије, као и уставно-судска заштита у погледу уставности и законитости општих аката Комисије. Коначно, ту је и кривично-правна заштита. Веома је значајно и да рад Комисије буде транспарентан и да не подлеже само класичним правним механизмима

10 Нпр. новчана казна не може бити мања од 1% ни већа од 5% прописаног минималног капитала, односно капитала субјекта надзора по последњем финансијском извештају.

судске контроле и контроле скупштине, него и медија и других агенција (нпр. за корупцију). Међутим, и лица у медијима морају бити професионално обучена да правилно извештавају о раду и резултатима рада Комисије и (негативним) појавама на тржишту.

Поред тога, није спорно да је неопходно повећати одговорност Комисије за вршење надзорних овлашћења. Наиме, њихово вршење као и вршење сваке инспекцијске делатности подразумева трошкове за субјекте који су предмет надзора. Такође, ту је и питање равноправног третирања различитих субјеката у истоветним ситуацијама (нпр. субјеката који су изложени истим врстама ризика или који својим поступањем стварају исте врсте ризика), како се не би неоправдано нарушила њихова конкурентност са овог аспекта.

IV Јавна друштва

Усклађивање Закона о привредним друштвима предвиђа укидање поделе на затворена и отворена акционарска друштва, а тиме и одредбе да се акцијама отворених друштава тргује на организованом тржишту. Услед овако значајних промена јавила се потреба да се законом који уређује тржиште капитала прецизније дефинишу ситуације када постоји обавеза укључивања акција јавних друштава у трговање на берзи.

Предлагач закона истиче да је при разматрању овога проблема имао у виду упоредну регулативу и регулативу ЕУ, постојећи степен развоја домаћег финансијског тржишта, још увек недовршену приватизацију, као и актуелну поделу бесплатних акција грађанима Републике Србије. Регулатива ЕУ не познаје поделу на затворена и отворена акционарска друштва, већ на друштва којима се (не) тргује на регулисаном тржишту, при чему је одлука сваке компаније да ли ће своје акције котирати на регулисаном тржишту или МТП.

Са друге стране, процес приватизације у Србији по Закону о приватизацији¹¹ је још у току, а продужавани су рокови за обавезну продају друштвеног капитала. Пре доношења овог закона, одређени број предузећа већ је извршио поделу акција запосленима и заинтересованим грађанима по прописима који су раније уређивали ову област. Сва ова предузећа су важећим законским решењима обавезна да своје акције укључе у трговање на берзи. Наиме, у поступку приватизације велики број грађана дошао је у посед акција приватизованих предузећа. Пошто берза као место на коме се врши сучељавање укупне понуде и тражње за одређеном акцијом представља најбољи механизам за утврђивање реал-

11 „Службени гласник РС“, бр. 38/01, 18/03, 45/05, 123/07 и 30/10.

не тржишне вредности акција и пружа потпуну транспарентност пре и после извршења трансакција, опредељење законодавца да се акцијама мора трговати на берзи представљало је својеврсан механизам заштите мањинских акционара који су мање едуковани у области акционарства.

Такође, Законом о праву на бесплатне акције и новчану накнаду коју грађани остварују у поступку приватизације¹² прописано је да сви пунолетни грађани Републике Србије могу остварити своје право на бесплатне акције, што је довело до тога да скоро пет милиона грађана, односно око 65% укупне популације, тренутно поседује акције по овом основу. Већим делом ови акционари немају знања из ове области, нити искуства у погледу акционарства.

Тренутно је на Ванберзанском тржишту Београдске берзе котирано 1.510 хартија од вредности 1.484 издавалаца, од чега се активно тргује знатно мањим бројем хартија од вредности (око једне трећине). При томе, код великог броја издавалаца, дошло је до концентрације власништва трговањем на берзи или спровођењем поступка преузимања, што је утицало на ликвидност хартија од вредности. Разлог за то је и непоштовање законске обавезе благовременог, истинитог и потпуног извештавања код појединих издавалаца, чиме је инвестициона јавност ускраћена за релевантне информације за доношење инвестиционих одлука. Коначно, у том правцу делују и економска и финансијска криза и смањење тражње страних инвеститора. Са друге стране, у претходном периоду, одређени број издавалаца извршио је промену облика организовања у затворено акционарско друштво, односно промену правне форме у друштво са ограниченом одговорношћу што је представљало правни основ за њихово искључење са тржишта.

Из наведених разлога неопходно је регулисати појам јавног друштва, укључење и искључење хартија од вредности са регулисаног тржишта, односно МТП, као и престанак статуса јавног друштва. Тако је у појмовнику Нацрта ЗТК, чл. 2 у тач. 43 било прописано да је јавно друштво издавалац који је успешно извршио јавну понуду хартија од вредности у складу са проспектом чије је објављивање одобрила Комисија, или чије су хартије од вредности укључене у трговање на регулисаном тржишту, односно МТП у Републици, као и са више од 10.000 акционара који су имаоци једне класе власничких хартија од вредности тог издаваоца, на крају последње пословне године. Потоњи услов је избрисан у Предлогу ЗТК-а, али је задржан у чл. 123 који се односи на прописивање услова за повлачење акција са регулисаног тржишта, односно МТП, односно за престанак јавног друштва.

У анализи ефеката закона, предлагач наводи да је покушао да нађе компромисно решење које би ишло у правцу усклађивања домаће

12 „Службени гласник РС“, бр. 123/07 и 30/10.

регулативе са законодавством ЕУ, али постепеним прилагођавањем уз што мање последице по домаће финансијско тржиште, које спада у групу тржишта у транзицији. Предлагач истиче да је при томе имао у виду последице које би могле имати измене закона у смислу степена усклађивања са директивама ЕУ на вредност акција већ приватизованих компанија које су сада укључене у трговање на Београдској берзи.

У анализи се указује да је управо из тих разлога предложено решење по којем се акције компанија са већим бројем акционара од 10.000 не могу искључити са транспарентног тржишта у виду регулисаног тржишта, односно МТП. Тиме се штите интереси мањинских акционара који представљају већи део популације. Међутим, према нашем мишљењу спорно је да ли је управо то граница испод које се може сматрати да више није неопходно штитити мањинске акционаре.

Осталим компанијама чијим се акцијама тргује на Београдској берзи дата је могућност да искључе своје акције са тржишта, али уз обавезу понуде откупа акција од несагласних акционара. Након овако завршене процедуре искључивања са берзе, акцијама тих компанија могуће је даље слободно трговати ван регулисаног тржишта, односно МТП.

Услови предвиђени одредбом чл. 123 Предлога ЗТК у одређеној мери ублажавају овај проблем. Наиме, скупштина јавног друштва може донети одлуку о повлачењу акција са регулисаног тржишта, односно МТП гласовима који представљају најмање три четвртине од укупног броја акција с правом гласа,¹³ с тим што се статутом друштва може одредити и већа већина за доношење овакве одлуке. Одлуку јавно друштво може да донесе ако су кумулативно испуњени услови: 1) да има мање од 10.000 акционара, 2) да је у периоду од шест месеци који претходи доношењу одлуке укупно остварени обим промета акција које су предмет повлачења са регулисаног тржишта, односно МТП износио мање од 0,5% од њиховог укупног издатог броја, и 3) да је у најмање три месеца наведеног периода остварени месечни обим промета таквим акцијама на регулисаном тржишту, односно МТП износио мање од 0,05% од њиховог укупног издатог броја.

Одлука је валидна само кад укључује и неопозиву изјаву друштва којом се друштво обавезује да од несагласних акционара, а на њихов захтев, откупи акције уз одговарајућу накнаду, с тим што ово право има и акционар који није учествовао у раду скупштине. По упису од-

13 Ово је унапређење у односу на одредбу чл. 123 Нацрта ЗТК. Наиме, уважене су примедбе да највећи број друштава, на постојећем тржишту, потиче из поступка приватизације у коме су иницијално купци стекли преко 2/3 основног капитала, односно 70%, услед чега наведена већина не обезбеђује одговарајући ниво заштите мањинских акционара. Као пример су послужиле и прелазне и завршне одредбе словеначког закона у којима је предвиђена 3/4 већина за доношење предметне одлуке скупштине.

луке у Регистар привредних субјеката, друштво је дужно да обавести регулисано тржиште, односно МТП на које су његове акције укључене у трговање.

Предлагач истиче и да остала привредна друштва која ће тек бити приватизована неће имати обавезу да буду укључена у трговање на берзи уколико имају испод 10.000 акционара. Одлука о укључењу у трговање на берзи биће добровољна за ове компаније, будући да је већи део друштвеног капитала већ приватизован, као и да су грађанима подељене бесплатне акције по закону којим се уређује право на бесплатне акције. Овакав став би се могао довести у питање, јер то нису компаније које су настале оснивањем од стране улагача него приватизацијом, што значи да код њих од почетка не постоји принцип добровољности, него чињеница да се неко лице нашло у правним односима са одређеним лицима на основу закона. Услов за престанак јавног друштва потребно је посматрати и са аспекта заштите интереса мањинских инвеститора кроз обавезу транспарентног и континуираног извештавања и обелодањивања прописаних података. Стога, доиста мора да постоји компромис, али је велико питање да ли је то број од 100, 1.000 или 10.000 акционара, односно да ли би тај број уопште требало предвиђати.

У вези са овим проблемом, неопходно је дефинисати носиоце интереса у том процесу. Најпре, то су акционари који из одређених разлога желе да се одлука о повлачењу донесе. Наиме, могуће је да они не налазе интерес да прикупљају капитал тим путем, или да им тај метод прикупљања капитала – у поређењу са кредитирањем и улагањем сопствених средстава, излагањем непријатељском преузимању, обавезом да редовно извештавају (која се новим ЗТК-ом повећава), трошковима које имају у вези са „боравком на берзи“ – није прихватљив. За ова лица постављање било каквог критеријума броја акционара може блокирати такву одлуку. То може довести до апсурдне ситуације нпр. у ситуацији када би свих 11.000 акционара (или преко 90% укупног броја гласова акционара) који су сагласни да дође до повлачења акција са регулисаног тржишта, односно МТП, било онемогућено наведеном одредбом да донесе такву одлуку.¹⁴ Такође, прописани услов у вези са бројем акционара као условом за стицање статуса јавног друштва, нема основа у упоредно-правној регулативи, пракси земаља у окружењу и развијенијих земаља, нити је конзистентан са осталим одредбама Предлога Закона о привредним друштвима.

С друге стране, предложени лимит од 10.000 није примерен са аспекта утемељења предложеног решења у Директиви о проспекту која

14 Оваква одлука може бити резултат става акционара да, у условима економске кризе, очувају вредност својих акција и онемогуће шпекулативне радње, којима би се малим трансакцијама у условима неликвидности лако оборила цена тих акција.

је на одговарајући начин инкорпорисана у одредбу чл. 12 ст. 1 тач 2 Предлога ЗТК. Она предвиђа да објављивање проспекта није обавезно код јавне понуде која је упућена физичким или правним лицима у Републици чији број не може бити већи од 100, а који нису квалификовани инвеститори. Другим речима, ако је њихов број већи од 100, онда је понуда обавезна. Са овим питањем непосредно је повезана одредба чл. 2 тач. 43 ЗТК која прописује да је јавно друштво издавалац који испуњава бар један од следећих услова: (1) да је успешно извршио јавну понуду хартија од вредности у складу са проспектом чије је објављивање одобрила Комисија или (2) чије су хартије од вредности укључене у трговање на регулисаном тржишту, односно МТП у Републици. Ако се посматрају ове одредбе и пореде са једним од услова из одредбе чл. 123 за доношење одлуке о повлачењу акција са регулисаног тржишта, да број акционара не може бити већи од 10.000, онда се не може до краја разумети унутрашња логика Предлога ЗТК-а. Наиме, у постојећим отвореним друштвима, преовлађују неквалификовани инвеститори, па се поставља питање из којих разлога правити разлике у броју акционара у тој ситуацији (изласка са регулисаног тржишта, односно престанка статуса јавног друштва) и код испуњавања услова за стицање статуса јавног друштва. Ово нарочито што у првом случају, како је већ истакнуто, није постојао принцип потпуне добровољности, него су се одређена лица појавила у својству акционара на основу приватизационих прописа, док у другом случају она потпуно добровољно улазе у јавно друштво као акционари. Наиме, логика одредбе чл. 3 ст. 2 тач. 6 Директиве о проспекту је да се инвеститорима који нису квалификовани обезбеди једноставан приступ свим релевантним информацијама јавног друштва. Према томе, не постоје било какве специфичности или разлике у погледу овог проблема између „нових“ јавних друштава и постојећих приватизованих „отворених“ друштава.

Што се тиче тзв. мањинских акционара, критеријуми трчетвртинске већине од укупног броја акција са правом гласа и неактивности трговања, али и обавеза откупа од несагласних акционара би требало да обезбеди довољну заштиту. Истина, тешко се може обезбедити равноправна позиција мањинских акционара, нарочито у условима економске кризе. Такође, у тим временима многи од ових акционара спремни су да продају акције, те се релативно брзо може „природним путем“ смањити број акционара. Тада се лакше може донети трчетвртинска одлука и откупити акције од несагласних акционара. Међутим, у том случају препреку представља обим трговања, који за извесно време може одложити могућност доношења наведене одлуке, због „активног“ трговања конкретном акцијом.

С друге стране, при доношењу одлуке о повлачењу акција, несумњиво је неопходно заштитити и власнике дужничких хартија од вредности отвореног (будућег јавног) друштва. Компанијске обвезнице нису представљале чест облик финансирања отворених друштава (нпр. Тигар, Телефонија). Ипак, тај број се може повећати имајући у виду прелазни период до ступања новог закона на снагу. У вези са тим, према одредби чл. 70 Предлога својство јавног друштва може престати након достављања одговарајућих доказа Комисији да на крају било које наредне календарске године, након оне у којој је успешно извршена јавна понуда хартија од вредности тог друштва, јавно друштво има мање од 100 власника класе дужничких хартија од вредности које су биле предмет јавне понуде. Ради заштите ових лица, потребно је прописати да она имају право да захтевају да друштво од њих откупи дужничке хартије ако нису сагласна да и даље буду повериоци друштва чије се дужничке хартије искључују са регулисаног тржишта, јер би по основу такве одлуке опала ликвидност тих хартија, а тиме и вредност по којој би она могли да их продају другим лицима.

Коначно, одређивање појма јавних друштава, питање престанка њиховог статуса, односно дефинисање услова за повлачење акција са регулисаног тржишта, односно МТП, требало би посматрати и са аспекта степена развоја нашег тржишта, нивоа корпоративног управљања и постојеће власничке структуре акционарских друштава. То се нарочито односи на неопходност одржавања континуитета постојећег тржишта хартија од вредности. Наиме, неопходно је имати у виду и тренутни обим трговања и приходе учесника на тржишту финансијских инструмената који се не могу сматрати великим. Ово нарочито ако се има у виду поштравање услова за оснивање односно наставак пословања инвестиционих друштава (садашњих брокерско-дилерских друштава). Такође, поставља се и питање колико ће преостати јавних друштава у које ће моћи да улажу инвестициони фондови, пензиони фондови и осигуравајућа друштва, што је предуслов испуњавања нове „мисије“ која им је код нас пре неколико година додељена и што је предагач ЗТК навео као један од разлога за усвајање новог закона.

Dobrosav MILOVANOVIĆ, PhD

Assistant Professor at the Faculty of Law University of Belgrade

NEW SOLUTIONS OF THE PROPOSAL OF LAW ON CAPITAL MARKET

Summary

The author discusses the reasons for the development of the capital market. By analyzing the method and degree of harmonization with EU directives, he points to the need to respect the existing legal and economic environment in Serbia and the current problems in the EU. The author points out that in terms of designing the Proposal of Capital Market Law it is not fully visible in-depth understanding of positive and negative effects of the adoption of new solutions for the financial markets and on a larger scale.

Author devotes special attention to problems in relation to establishing the authority of the Commission for the Securities as delegated. Finally, the author analyzes the problems of defining the concept of a public company, the exclusion of securities from the regulated market, as well as termination of the status of a public company.

Key words: *capital market, public companies, EU directives, Securities Commission.*