

Др Добросав МИЛОВАНОВИЋ
ванредни професор Правног факултета Универзитета у Београду

АКТИВНОСТИ ЗА ПРЕВАЗИЛАЖЕЊЕ ПРОБЛЕМА НА ФИНАНСИЈСКОМ ТРЖИШТУ*

Резиме

Правни оквир у погледу инструмената, учесника и функционисања тржишта кайишала је, у начелу, правилно постављен и усклађен са правним тековинама Европске уније. Недостјају Закон о робним берзама и измене и дојуне Закона о тржишту кайишала у делу који се односе на изведене финансијске инструменте. Узроци главних проблема налазе се у економској кризи, смањеним могућностима, али и вољи за инвестирање у финансијске инструменте, као и недовољној креативности и инвентивности. Држава би требало да омогући организовање секундарног тржишта државних обвезница. Неопходно је повећати одговорност ревизорских кућа, кроз захтев да ревизорски извештаји буду прецизнији и да не садрже значајна ограничења одговорности. Постоји и проблем великих неизмирених дугова фирми, због могућности брзог оснивања привредних субјеката, заснован на принципу формалне истине. Она подстиче оснивање нових компанија истог власника, које настављају да послују независно од претходних дугова. Сматрамо да би институцији пробација правне личности требало знатно чешће користити, што би „обесхрабрило“ ова лица да избегавају раније обавезе. Такође, кривично гоњење би у овим ситуацијама морало да буде знатно ефикасније.

* Овај рад је сачињен као део пројекта на Правном факултету Универзитета у Београду „Идентитетски преображај Србије“.

Кључне речи: *тржишта, финансијски инструменти, берза, робна берза, институционални инвеститори, Комисија за хартије од вредности, Народна банка.*

I Приказ тренутног стања

Финансијска тржишта у Србији су у знатној мери замрла у односу на почетак овог века, када је изгледало да ће, упркос деценије закашњења у односу на друге транзиционе земље Централне и Источне Европе, „ухватити прикључак“ и успети да одиграју значајну улогу у развоју и подизању конкурентности привреде, усмеравају штедње ка различитим финансијским инструментима и допринети решавању бројних друштвених проблема.

Стање на домаћим финансијским тржиштима, последица је свеукупних економско-политичких прилика, при чему глобализација и проблеми светске финансијске кризе, такође, успостављају оквир и амбијентално окружење активности домаћег тржишта. Криза светског финансијског система која се развила у економску рецесију и захватила све области живота, одразила се и на пад инвестиционих активности. Светска економска кретања су већ од 2008. године утицала и на кретање домаће економије, а ефекти кризе су се појачавали од почетка те године снажећи формиране трендове пада. Тако је већ 2008. године, на Београдској берзи дошло до смањења промета од око 50% у односу на претходну, 2007. годину, те је укупно остварен промет у вредности од 71,8 милијарди динара, односно око 882 милона евра. Током периода до текуће године, услед негативних економских кретања на домаћем тржишту капитала, настављен је и тренд пада инвестиционих активности, тако да је у 2014. години, на Београдској Берзи остварен укупан промет у вредности од 20,26 милијарди динара, односно око 174 милона евра, што је пад промета од око 30% у односу на претходну, 2013. годину.

Истина, држава је, упоредо са задуживањем у банкарском сектору, у већој мери почела да користи дужничке инструменте финансијског тржишта, па чак и да на тај начин добија повољније каматне стопе у односу на период 2008–2012. године, иако се у међувремену њен рејтинг на међународном тржишту, а тиме и услови задуживања погоршали. Држава организује примарно трговање путем аукција државних обвезница деноминованих у динарима или еврима са различитим роком доспећа, каматном стопом и процентом продате емисије.¹ Такође, држа-

1 Тако је, на пример, према подацима у последњих шест месеци, организована аукција за продају државних обвезница са роком доспећа од педесет и три недеље,

ва организује примарно трговање путем аукција краткорочних дужничких хартија од вредности (државних записа) деноминованих у динарима, на пример, са роком доспећа од три месеца и различитим степеном реализације.

С друге стране, све више се појављују тзв. муниципалне обвезнице – дужнички инструменти путем којих се градови и општине задужују на финансијском тржишту, отварајући могућност великим играчима на овом тржишту, али и самим грађанима да профитно пласирају своја средства, уз омогућавање реализације значајних инфраструктурних пројеката или превазилажења проблема раскорака у приливима или трошењу средстава свог функционисања. Додатни ефекат постоји у погледу грађана који живе на подручју датих јединица локалне самоуправе или из њих потичу, јер тиме на својеврстан начин доприносе развоју дате заједнице, а без елемената принуде, који карактеришу, на пример, самодопринос. При томе, неопходно је направити детаљну анализу висине и динамике потребних средстава, могућности будућих прилива средстава из којих би се покрило враћање главнице и камата.

Нови Сад је први град у Републици Србији који је издао муниципалне обвезнице у октобру 2011. године. То су биле дугорочне обвезнице у вредности од 15 милиона евра, са роком доспећа од 12 година и фиксном каматом од 6,2% на годишњем нивоу уз полугодишњу исплату камате. Комисија за хартије од вредности је, у складу са тада важећим прописима, одобрила решењем издавање ових обвезница. У априлу 2012. године емитована је друга емисија муниципалних обвезница Новог Сада, али овај пут без проспекта. Укупан износ емисије је 14 милиона евра, фиксна камата 6,2% на годишњем нивоу, рок доспећа 12 година.²

Град Панчево је у априлу 2012. године издао муниципалне обвезнице. Ове хартије издате су без проспекта, дакле без одобрења Комисије, у вредности 107 милиона динара, са роком доспећа 7 година и варијабилном каматном стопом еурибор 3М + 7,45% на годишњем нивоу, укупно 28 купона.³

У погледу издавања муниципалних дугорочних обвезница и одобрења проспекта по Закону о тржишту капитала, Комисија за хартије од вредности је Граду Шабац 20.11.2014. године решењем одобрила про-

преко три, па до седам година и каматном стопом од 8% или 10% (на динаре), односно 3,50% – 4,00% (на евре). Процент продате емисије је различит и креће се од 34,00%, преко 56,10% и 83,79%, све до 100%.

2 Покровитељ и купац обе емисије Града Новог Сада је *UniCredit Bank Srbija a.d. Beograd*.

3 Покровитељ и купац емисије су *Banka Intesa ad Beograd* и Комерцијална Банка а.д. Београд.

спект за јавну понуду муниципалних обвезница и њихово укључење на регулисано тржиште – *Open Market*, и то I емисија 40.000 обвезница номиналне вредности 10.000 динара, укупан обим емисије 400.000.000 динара, камата 6% годишње.⁴ Интересантно је да је одлуком о издавању било опредељено да је 50% емисије намењено физичким лицима, али је у примарној продаји емисија реализована 100%, а физичка лица су купила само око 6%. Секундарно трговање обвезницама организовано је њиховим укључењем 12.1.2015. године на *Open Market*, али до сада није било трговања. Такође, Комисија је Општини Стара Пазова одобрила објављивање јединственог проспекта за издавање јавном понудом I емисије 12.500 муниципалних обвезница, појединачне номиналне вредности од 10.000,00 динара, у укупном обиму од 125.000.000,00 динара и њихово укључење у трговање на *Open Market* сегмент регулисаног тржишта Београдске берзе а.д. Београд.⁵

II У чему се састоје узроци озбиљне кризе финансијских тржишта у Србији?

Евидентно је да је више фактора у међусобном садејству допринело успостављању и одржавању неповољног амбијента за развој финансијских тржишта. Између осталог, као кључни могу се означити следећи узроци:

- Велика светска економска и финансијска криза одразила се на стање у Србији по разним основама. Смањена је потражња за извозом роба и услуга домаћих компанија, умањена је воља страних инвеститора за инвестирањем у Србији и отежани су услови приступа финансијским средствима.
- У периоду наглашеног трговања на берзи или путем понуде за преузимање акцијама из својинске трансформације (приватизације), нови власници су настојали да што пре и у што већој мери елиминишу мале акционаре, као и да стекну потпуно контролу, односно власништво над акционарским друштвима. Истовремено, вршили су и промене облика организовања или статуса у нејавна (акционарска) друштва или друштва са ограниченом одговорношћу. То је у одређеној мери разумљиво

4 Намена емисије је прикупљање финансијских средстава потребних за финансирање реконструкције, санације, адаптације и доградње затвореног базена у Шапцу.

5 Намена емисије је прикупљање финансијских средстава потребних за реализацију инвестиционих пројеката и то за изградњу вртића у насељу Белегиш, изградњу спортске хале са купаном при школи у Голубинцима и реконструкција и уређење центра Нове Пазове.

и оправдано, јер је нови облик више одговарао природи и обиму делатности ових фирми, које су Законом о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената,⁶ биле проглашене јавним (отвореним) акционарским друштвима. Наиме, то је имало своју сврху док се није довршио процес (пре)продаје добијених акција, како би се обезбедила најповољнија могућа цена за продавце, нарочито у време када није ни постојала довољна свест о реалној вредности ових акција. С друге стране, купци акција су имали правну сигурност да ће под једнаким условима на транспарентан начин учествовати у тржишној утакмици и да се касније не може поставити питање легитимности стечене имовине. Тиме је пружена и подршка превазилажењу одређених социјалних проблема. Такође, десило се извесно повратно преливање средстава осталим грађанима од појединих лица која су велику имовину стекли захваљујући хиперинфлаторним временима и активностима којима су се у том периоду бавили. Поред тога, у одређеној мери су разумљива и њихова настојања да се ослободе (ометајућег) утицаја великог броја малих акционара и да слободно предузимају мере за које сматрају да су важне за развој компаније. Ипак, независно од ових разлога које смо навели у правцу промене облика организовања и статуса, у погледу великог броја привредних субјеката, нарочито оних који су имали потенцијал за значајан раст и јачање своје конкурентске позиције, жеља за поседовањем потпуне контроле над компанијом, погрешно је усмерила власнике искључиво ка банкарском сектору који је наплаћивао камате које нису биле упоредиве са земљама сличних ризика. На овај начин, банке су остваривале неоправдано високе профите, док су привредни субјекти све више тонули у дужнички статус или се нису развијали у мери у којој би то под другачијим финансирањем било могуће. Власници бројних компанија нису били спремни да се одрекну дела власништва, нпр. 20–30% и да емисијом акција без трошкова задуживања поделе ризик свог пословања са институционалним и/или појединачним инвеститорима, уз каснију расподелу остварене дивиденде. Најбољи показатељ овог погрешног начина размишљања је што су сада бројне компаније притиснуте теретом дугова спремне да се одрекну и преко 50% власништва, да би успеле да опстану на тржишту. Друга опција била је да се настоји да се емисијом корпоративних дужничких хартија пронађу финансијска средства

6 Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената (*Службени лист СРЈ*, бр. 65/02 и *Службени гласник РС*, бр. 57/03 и 55/04).

под повољнијим условима у односу на понуду банака. Поред субјективних разлога (жеља за потпуном контролом привредног субјекта), додатни разлог су и релативно високи трошкови емисије хартија од вредности за привредне субјекте. Наиме, они подразумевају трошкове Комисије за хартије од вредности, трошкове Централног регистра, трошкове ревизорских кућа, трошкове Берзе (ако издавалац одлучи да котира дужничке хартије од вредности на тржишту Берзе), као и инвестиционих друштава. Неопходно је извршити преиспитивање наведених трошкова и обезбедити да њихов укупан износ подстакне компаније да емитују хартије од вредности, а истовремено ће утицати на банкарски сектор да размотри сопствене услове за одобравање кредита. Резултат би требало да буде повећање конкурентности домаћих привредних субјеката. При том, трошкови емисије нису једини, условно речено, дестимулативни фактор у емитовању хартија дуга, већ и компликованија и дуготрајна процедура (издавање, прибављања одобрења и сагласности, регистрација и слично).

- Извештаји ревизорских кућа представљају значајан фактор при опредељивању инвеститора за улагање у одређене хартије од вредности. Међутим, поред трошкова ревизије које смо поменули, постоји још већи проблем што (поједини) ревизорски извештаји нису до краја јасни, изричити и потпуни у погледу предмета ревизије, чиме не пружају до краја поуздан основ инвеститорима за доношење важних одлука. Мишљења смо да би требало обезбедити од стране надзорних органа да ревизорски извештаји буду несумњиво јасни, изричити, недвосмислени и потпуни, како би јасно допринели одлуци инвеститора. У вези са тим, неопходно је повећати одговорност ових институција на финансијском тржишту, што би било сразмерно улози и значају која им је на финансијском тржишту додељена.
- Непостојање, недовољан квалитет или недовољан обим инструмената, као и велика економска и финансијска криза онемогућили су бржи развој тек успостављених институционалних инвеститора (инвестиционих фондова, осигуравајућих друштава и приватних пензионих фондова). У вези са тим, ширење лепезе и обима дужничких хартија државе и других територијално-политичких јединица, квалитетних корпоративних обвезница и акција, омогућило би оживљавање улоге ове категорије инвеститора. Исто важи и за појединачне инвеститоре, који би усмерили део своје штедње пласирањем у ове инструменте. Потенцијал се, пре свега, види у организовању се-

кундарног тржишта државним обвезницама, посебно имајући у виду да се развијене економије, и поред свих могућности које су им на располагању, не одричу организовања њиховог секундарног трговања на организованом тржишту. Тиме се, не само признају и потврђују вредности механизма тржишта капитала, већ се подстиче и у крајњем случају, имајући у виду евидентна кретања на домаћем тржишту капитала, обезбеђује његов опстанак стварањем разноврсне понуде финансијских инструмената. Све берзе региона имају на својим тржиштима листиране обвезнице које су њихове владе издале. На Београдској берзи оне нису листиране, због изостанка воље њиховог издаваоца – државе.

- Некоришћење појединих механизма за подстицај развоја тржишта капитала. У том смислу значајан подстрек могућ је и приватизацијом државних предузећа коришћењем механизма IPO (енгл. *Initial Public Offering*). Овај модел и његове предности су евидентне у приватизацији државних предузећа земаља Источне и Југоисточне Европе. При том, примена овог модела има бројне варијанте, од потпуног „изласка“ државе из капитала предузећа, до задржавања жељеног нивоа учешћа, дефинисања структуре акционара, нивоа докапитализације компаније итд.
- Из скупштинске процедуре повучен је Предлог закона о робним берзама. Он је требало да створи претпоставке за увођење и трговање робним дериватима и да омогући поновно уређивање робне берзе за спот трговање робама. Разлози за повлачење нису изричито наведени. Поред могућности да су се монополски и олигополски интереси, у складу са упоредним искуствима, опирали проширењу тржишне утакмице на већи број учесника, изгледа да је један од проблема био и модел организовања клиринга и салдирања терминских уговора. У вези са потоњим, несумњиво је неопходно обезбедити да се клиринг и салдирање одвијају у складу са начелима правне сигурности, ефикасности и економичности. На првом месту је несумњиво потпуна поузданост овог система, јер су ризици, који могу настати из недостатака у вези са клирингом и салдирањем датих инструмената, везани не само за уговорне стране, него су и системског карактера, нарочито имајући у виду да су у питању тзв. маргински рачуни, који покривају само одређени проценат укупне вредности уговора. С друге стране, неопходно је размотрити да ли ову врсту инструмената, с обзиром да су по својој природи истоветни као и они финансијског карактера који су уређени За-

коном о тржишту капитала, уопште треба регулисати посебним законом, или би било боље да се преиспитају решења Закона о тржишту капитала, који иначе није у потпуности и квалитетно уредио материју финансијских деривата. Тиме би се избегло двоструко регулисање суштински истих инструмената и могући спорови који у вези са тим могу да проистекну. Такође, одређене специфичности робних деривата могле би се исказати у Закону о тржишту капитала чији би предмет био проширен, слично као што је својевремено постојао закон који је уређивао све врсте берзи, берзанског пословања и берзанских посредника. С друге стране, требало би размотрити да ли је потребно проширити програме обуке брокера, инвестиционих саветника и портфолио менаџера, који би се бавили инструментима који гласе на робу, са аспекта специфичних карактеристика одређене робе.

- Пропадање (државних) банака и недовољно одлучна и брза реакција Народне банке у коришћењу овлашћења за откривање потенцијалних проблема и предузимање мера за њихово привремено превазилажење, што је донело велике трошкове држави, односно пореским обвезницима, губитак поверења у банке, као једног од главних учесника на финансијском тржишту. Независност централне банке и професионалост запослених, на које се ова институција често позива, као и (материјални) статус и њихов (претеран) број, морали би да подразумевају знатно већу одговорност за (не)предузимање широких и снажних надлежности које су јој додељене.
- У погледу Комисије за хартије од вредности, појавили су се проблеми у погледу састава (подношењем оставки појединих чланова), смањених прихода и структуре расхода. У вези са саставом Комисије, због легитимитета и легалитета њеног деловања, неопходно је што пре извршити избор чланова Комисије. Смањење прихода могло је бити (делимично) ублажено усвајањем Закона о робним берзама, чиме би се проширио предмет њених регулаторних и надзорних овлашћења, а такође и извори прихода. Када се то догоди, надамо се што пре, неопходно је организовати додатну обуку службеника Комисије за нове инструменте, тржишта и учеснике.
- Непримерене изјаве водећих стручњака на финансијском тржишту у погледу сигурности улога у банкама на почетку светске финансијске кризе, које су довеле до тзв. јуриша на банке и повлачења великог износа штедње из банака, која се тек недав-

но вратила на ниво са краја 2008. године. У вези са тим, требало би размотрити увођење професионалне, али и друге врсте одговорности, за изјаве ове врсте које се дају у медијима.

III Закључна разматрања

На основу анализе Закона о тржишту капитала, Закона о преузимању акционарских друштава, Закона о инвестиционим фондовима и других закона којима се уређују институционални инвеститори, као и подзаконских аката који служе за њихову примену, може се закључити да су ови закони, углавном, за садашњу фазу развоја усклађени са правним тековинама Европске уније. С друге стране, досадашња пракса примене наведених прописа не указује на потребу за неким крупнијим променама. Према томе, правни оквир у погледу инструмената, учесника и функционисања тржишта капитала је, у начелу, правилно постављен. Ипак, недостају Закон о робним берзама и измене и допуне Закона о тржишту капитала у делу који се односи на финансијске деривате. Узроци главних проблема налазе се у економској кризи, смањеним могућностима, али и вољи за инвестирање у финансијске инструменте, као и недовољној креативности и инвентивности власника постојећих компанија, односно потенцијалних покретача нових компанија. Држава би требало да омогући организовање секундарног тржишта за државне хартије од вредности. Неопходно је повећати одговорност ревизорских кућа, кроз захтев да ревизорски извештаји буду прецизнији и да не садрже знатне ограде од могуће одговорности. Поред тога, са правног аспекта, постоји проблем који утиче на ликвидност привредних субјеката, који повећава неповерење и тиме негативно утиче на амбијент за инвестирање. Наиме, велики број фирми је услед различитих преварних радњи или објективних тешкоћа, остао дужан држави и другим привредним субјектима, стварајући читаве ланце неизмиренних дугова. С друге стране, могућност брзог оснивања привредних субјеката, заснована на начелу формалне истине, довела је до тога да су власници наведених презадужених фирми, лако основали нове фирме, чиме су наставили да послују независно од претходних дуговања. Услед тога, у току је израда закона којима би се ограничила слобода оснивања нових привредних субјеката, првенствено у односу на лица која су злоупотребила наведену ситуацију. Поред тога, мишљења смо да би у овим случајевима, чешће требало користити институт пробијања правне личности, чиме би се ова лица „демотивисала“ да оснивањем нових фирми избегавају обавезе које су преузели у претходној фирми или фирмама. Коначно, кривично гоњење би морало у овим ситуацијама да буде знатно ефикасније.

Dobrosav MILOVANOVIĆ, PhD

Associate Professor at the Faculty of Law, University of Belgrade

SOME ACTIVITIES ON RESOLVING THE PROBLEMS ON FINANCIAL MARKET

Summary

Regulations governing instruments, participants and the functioning of the capital markets generally are properly positioned and aligned with the EU acquis. Law on commodity exchanges and amendments to the Capital Market Law in the part relating to financial derivatives are missing. Causes of the main problems lie in the economic crisis, reduced opportunities, and the will to invest in financial instruments, as well as the lack of creativity and inventiveness. The state should facilitate the organization of the secondary market for government bonds. It is necessary to increase the responsibility of audit firms, the requirement that audit reports are accurate and do not contain substantial fence of possible liability. There is also the problem of outstanding debt that is due to the possibility of rapid establishment of business entities, based on the principle of formal truth. It encourages the establishment of new companies of the same owner, which they continued to operate independently of the previous debts. We think that the institute of piercing the corporate veil should be more often used, which would “discourage” these persons to avoid earlier commitments. Also, the prosecution would have in these situations to be much more efficient.

Key words: capital market, financial instruments, stock exchange, commodity exchange, institutional investors, Security commission, Central bank.