

Др Предраг ДЕДЕИЋ
председник Комисије за хартије од вредности
Владислав СТАНКОВИЋ
члан Комисије за хартије од вредности

СТРАНПУТИЦЕ И ПУТЕВИ СРПСКОГ ТРЖИШТА КАПИТАЛА: QUO VADIS

„Ићи брзо значи ићи споро без прекидања“

Јапанска пословица

Резиме

Српско тржиште капитала је неразвијено, неликвидно, са недо-вољном базом инвеститора. Створено силом закона урушава се јер га континуирано напуштају добре компаније, а нове не улазе. Тренд урушавања и одсуство перспективе дуго траје и мора се преокренути. Ревитализација тржишта подразумева постојање стратегије. Приликом њене израде морају бити укључени сви референтни субјекти, анализиране претпоставке и постојећи модели у упоредној пракси. Није могуће директно применити туђи модел развоја. Влада мора разумети значај тржишта капитала и, у сарадњи с ресорним министарством, комисијом за хартије од вредности, брзом, учесницима на тржишту и другим субјектима, покренути и подржати његов развој. То подразумева одговарајуће људске и материјалне ресурсе ради отклањања структурних поремећаја и успостављања претпоставки раста. Стабилност макроекономске политике, чврст правни и институционални оквир, квалитетно финансијско извештавање, професионалност и култура усаглашености, подстицаји компанијама и инвеститорима, уклањање баријера иновацијама и ширењу, подстицај увођењу нових инструмената, едукација и промоција, неки су од знакова поред пута ревитализације српског тржишта капитала који се у чланку разматрају.

Кључне речи: инвестиције, тржиште капитала, стратегија развоја тржишта капитала, иницијална јавна понуда, финансијски инструменти.

I Увод

Српско тржиште капитала је неразвијено, неликвидно, са недовољном базом како професионалних инвеститора усмерених ка дугорочним инвестицијама (*buy to hold*), тако и других инвеститора. Међународне референтне листе (*FTSE list, Standard and Poor's list, MSCI list, Dow Jones list* и др.) сврставају наше тржиште у претпоследњу категорију (испод тзв. *emerging markets*), где се налазе сувише мала тржишта (тзв. *frontier markets*).¹ Српско тржиште капитала има изражене структурне проблеме а његова дубина, која је постојала у годинама приватизације, се вишеструко смањила.² Данас су кључне теме стране инвестиције,³ приватизација јавних предузећа,⁴ потреба адекватног развоја и инвестирања средстава пензијских фондова,⁵ потенцијал и смер развоја тржишта капитала који укључују алтернативне могућности финансирања малих и средњих предузећа. Све то говори да је неопходно, након процене свих релевантних чинилаца, донети квалитетну стратегију развоја српског тржишта ка-

1 Ова тржишта се доживљавају као нестабилна са високим степеном ризика и променљивости цена, неликвидна и тешко доступна. Као таква остају изван интересовања ширег круга инвеститора. Инвеститори верују поменутиим класификацијама, а да се дешава да је класификација резултат одређене грешке по питању макроекономских и институционалних варијабли које дају необјективну слику, те би требало имати проактиван приступ и утицај на објективност слике о нашем стању и инвестиционом потенцијалу. Видети више о грешкама у процени квалитета тржишта: Tomas Guerrero, *Frontier Markets: A World of Opportunities* (March 2013), доступно на адреси: <http://ssrn.com/abstract=2245075>, 2.03.2017, 3.

2 На Београдској берзи све је мањи промет (44,6 милијарди динара у 2016. години – три пута мање него 2007. године), она бележи губитке из године у годину, а број компанија које чине Белекс 15 се смањује.

3 Ова врста инвестиција свакако има добре стране али не треба пренебрегнути опасност од инвестиција привременог карактера, тзв. „*hot money*“. Видети: ACCA (March 2012). *The Rise of Capital Markets in Emerging and Frontier Economies*, доступно на адреси: <http://www.acca.ie/zm/en/technical-activities/technical-resources-search/2012/march/capital-markets-in-emerging-economies.html>, 1.03.2017, 16.

4 Бројне негативне последице и неуспеси из претходних приватизација требало би да послуже као подстицај да се ова врста предузећа, по питању финансијског извештавања и уређења структура и процеса управљања, ускладе са стандардима који су сагласни потребама потенцијалних инвеститора. *Ibid.*, 17.

5 Један од важних чинилаца стабилног и дугорочног инвестирања и ефикасног инструмента за постизање ликвидности на тржишту.

питала и доследно је спровести. Можемо се запитати које су системске грешке изазвале овако лоше стање, како функционишу институције које контролишу проблем асиметричности информација,⁶ како је решен конфликт интереса и заштита малих акционара, имају ли државни органи и други субјекти интересно везани за тржиште капитала, довољно знања и морала да обезбеде транспарентно, ефикасно и фер пословање које инвеститорима улива поверење, и др.

Израда стратегије подразумева политичку вољу и интерес да се српско тржиште у наредним годинама прошири и продуби, у смислу повећања базе инвеститора, броја учесника и увођења нових финансијских инструмената. Стратегија подразумева снажну иницијалну и континуирану подршку (процес ће дуго трајати) највишег политичког (широк политички консензус) и експертског капацитета (домаћих и страних) и одговарајућу садржину и план са јасним циљевима, заснован на знању и постојећим искуствима.⁷ Модели добре праксе нису аутоматски примењиви. Мало је држава које су успеле у подухвату да успоставе широко и ликвидно тржиште капитала.⁸ Важно је размотрити све елементе који могу утицати на успех, а тичу се претходних претпоставки, пратећих трошкова, позитивних ефеката и потенцијалних нежељених последица. Процес се након отпочињања мора надаље пратити и прилагођавати променама (изазови нових технологија и интернационализације тржишта). Парцијални покушаји, одсуство сарадње свих релевантних чинилаца неће дати резултат већ ће нанети штету и лоше стање додатно погоршати.

6 Проблем решив сарадњом владиних тела (механизми имовинске и кривичне одговорности) и тржишних учесника попут рачуновођа, инвестиционих друштава и берзе, под претпоставком да функционише механизам репутационог ризика. Свакако би требало имати у виду да је проблем превара у вези са вредносницама изражен и на веома развијеним тржиштима као што је САД. Видети: Bernard Black, „Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets“, *UCLA Law Review*, бр. 48/2001, 786-787.

7 Светска банка, ОЕЦД, ИМФ и друге међународне организације поставиле су неке стандарде, а може се учити и на искуствима неких земаља, на пример Јужне Кореје. Кореја је пример земље која је успела да тржиште капитала које је 1995. године више личило на казино него на тржиште и које су карактерисали спекулативни „балони“ праћени краховима, израсту у данас озбиљно, развијено и уважено тржиште. Посебно је интересантна максимално активна улога владе и других политичких субјеката у том процесу и мере које су укључивале комбинацију подстицаја и принуде. Више о томе: Woo Chan Kim, „Korea’s Capital Market Promotion Policies: IPOs and Other Supplementary Policy Experiences“, *KDI Journal of Economic Policy*, бр. 37(2)/2015, 64-96.

8 Дobar пример су Чиле и Пољска.

II Зашто развијати и претпоставке развоја

Опредељење за улагање у развој српског тржишта капитала полази од процене добробити које резултат треба да донесе. Те користи би требало да се односе примарно на оне којима је новац потребан (алтернативни облик финансирања) и оне који би инвестирали (алтернативни облик инвестирања), а потом на владу (утицај на фискални дефицит) и шире окружење (нпр. утицај на здраву конкуренцију банкарским кредитима). У литератури се наводе позитивни утицаји који би требало да се одразе на фискалну, монетарну и политику курса,⁹ а изведени финансијски инструменти као добар инструмент за управљање ризиком промене курса или кредитним ризицима.¹⁰

Покушај наглог развоја тржишта капитала кроз процес масовне приватизације, је у већини транзиционих земаља, био кратког даха, и оно се урушило.¹¹ Функционисање тржишта капитала подразумева постојање одређених услова. Једна од њих је, према анализама ММФ-а, стабилна макроекономска политика као гаранција да неће бити непријатних изненађења у вези промене каматних стопа. Друга би била чврст правни и институционални оквир¹² који подразумеваг добру заштиту поверилаца и инвеститора. Хронични проблем нашег правног система је да у пракси постоји раскорак између добрих решења и лоше примене. Ефикасно откривање, процесуирање и казна за противправно понашање битан је сегмент проце-

9 Luc Laeven, IMF The Development of Local Capital Markets: rationale and Challenges, 2014, *Working Paper WP/14/234*, 4.

10 L. Laeven, 5.

11 B. Black, 781-782.

12 Регулатива би требало да буде окренута ка интересима инвеститорима, а то подразумева квалитетно обавезно извештавање, добро корпоративно управљање са јасно одређеним одговорностима и квалитетним надзором, па и уклањање баријера за функционисање механизма преузимања, уколико се тежи изградњи дубљег тржишта. L. Laeven, 9.

са изградње тржишта.¹³ Основно полазиште стратегије је развој тржишта што за последицу мора да има адекватно уклањање свих баријера.¹⁴

Тржиште капитала почива на слободном протоку релевантних информација. Квалитетно финансијско извештавање је претпоставка релевантности те врсте информација. Неопходна је регулатива и њено спровођење која ефикасно санкционише компаније и овлашћена лица за нетачно извештавање, обезбеђује транспарентност и спречава тржишне манипулације. На тржиштима где је оштро санкционисан сваки облик манипулација ценама хартија развија се међу учесницима култура усаглашености. Добро финансијско извештавање и контрола конфликта интереса менаџмента и компаније је такође основ у том оквиру, као и синергија релевантних државних и тржишних институција на остварењу правне сигурности и фер пословања. Потребно је сагледати адекватност финансијске инфраструктуре, величину тржишта (процена критичне масе инвеститора) и комплементарности (нпр. веза између постојања и квалитета тржишта државних обвезница и корпоративних обвезница).¹⁵

Банкоцентричност нашег система није сметња развоју тржишта капитала. Поред тога што је класично банкарство у конкурентском односу према тржишту капитала, банке су уједно и значајан темељ тржишта капитала (њихове акције на листингу, издаваоци су обвезница), а и сами

13 Неопходно је присуство ефективног деловања регулатора, тужилаштва и судова. Комисија за хартије од вредности мора бити способна да очува своју независност и стручно одговори изазовима. То подразумева квалитетно специјализовано особље и значајне ресурсе. Проблем мало ресурса за Комисију и одсуство знања код правосудних органа се среће и у развијеним земљама. Са друге стране они који врше преваре по правилу су спремни да ангажују озбиљна средства да прикрију своје незаконито деловање или своју одбрану. Сарадња судија, тужилаца и комисије за хартије вредности преко програма едукације Правосудне академије један је од начина превазилажења проблема. Обезбеђење средстава за рад и развој Комисије, у тренуцима урушеног тржишта капитала и ослабљених учесника, остаје отворено питање.

14 Уклањање регулаторних баријера развоја је често и сложено стратешко питање које захтева процену временске динамике. примера ради, омогућавање чланства међународних клириншких кућа у централном регистру (иначе предвиђено законом о тржишту капитала а везано за моменат усаглашавања прописа са еу регулативом). Такође се као пример може узети указивање учесника тржишта на решење нашег Закона о девизном пословању (за разлику од хрватског) које допушта банкама прикупљање штедње у девизама, а друштвима за осигурање допушта животно осигурање у девизама, а девизно улагање у инвестиционе јединице отворених инвестиционих фондова није допуштено.

15 L. Laeven, 7-17.

новчани депозити доносе принос и доприносе ликвидности тржишта.¹⁶ Дobar пример комплементарности је и веза банкарског сектора и тржишта обвезница. Секјуритизација се такође намеће као једно од позитивних решења (могућност за хипотекарне обвезнице и др.).

Развој тржишта капитала подразумева уређење бројних структура и процеса. Примера ради, потребно је градити репутацију актера на тржишту као што су ревизори, инвестициона друштва, адвокатске канцеларије, берза и др.¹⁷ Значајно место у том процесу имају квалитетни новинари специјализовани за ову област и као и аналитичари хартија од вредности. Посебан потенцијал је у независним директорима, лица одговорна за усаглашеност, комисија за ревизију и др. Посебно је важно имати инструментаријум за сузбијање послова које директори врше у сопственом интересу (*self-dealing*), јер та врста деловања много више утиче на компанију и само тржиште капитала него злоупотребе инсајдерских информација.¹⁸

Важан део тих структурних промена требало би да буде механизам који успоставља равнотежу понуде и тражње (попут централне банке која коригује поремећај девизног курса), као важан амортизер како јавна понуда акција која би премашила тражњу не би довела до пада цена (бојазан која постоји код јавне понуде акција јавних предузећа).¹⁹ Политички ризик (у Србији и региону) је свакако један од фактора које би требало сагледати приликом дубље анализе претпоставки развоја тржишта капитала. Позитивна је чињеница да одређена истраживања показују да се политички ризик у Србији од 2009. године налазио у паду.²⁰

16 Staci Warden, Framing the Issues: Strengthening Capital Markets in Developing Countries, 2014, доступно на адреси: <http://www.milkeninstitute.org/publications/view/669>, 1.03.2017, 3-4.

17 Примера ради, код рачуновођа је неопходно прописати одређени степен одговорности како би се ублажио подстицај да стекну новог клијента или накнаду. В. Black, 795.

18 Тржиште капитала може бити јако и без норми које спречавају инсајдерску трговину, али је свакако с њима још јаче. Процењује се да добра контрола ове врсте повећава цену акција за 5%. Више о томе: Utpal Bhattacharya, Daouk Hazem, The World Price of Insider Trading, доступно на адреси: <file:///C:/Users/Predrag%20Dedei%20C4%87/Downloads/SSRN-id249708.pdf>, 14.03.2017. Такође, поступци ефикасног откривања и сузбијање инсајдерске трговине, поред стручности која се подразумева, захтевају и значајна новчана средства. Као пример би могла да послужи Њујоршка берза која је у 2001. години потрошила 95 милиона долара на контролу инсајдерске трговине. У ситуацији када Београдска берза више година за редом бележи губитак у финансијском пословању, закључак би се могао сам наметнути.

19 W. C. Kim, 86.

20 Више о утицају политичког ризика на тржиште капитала у Србији видети: Јелена Миновић, Дејан Ерић, „Impact of Political Risk on Frontier Capital Market“, *Inzinerine Ekonomika – Engineering Economics*, 27(2)/2016, 156-162.

III Тражење решења

Развој српског тржишта капитала није мали изазов у свету који се коренито мења великом брзином, центри моћи се премештају, а креирају се нове инвестиционе парадигме праћене технолошким иновацијема. Пред креаторима јавних политика, инвеститорима и будућим генерацијама је изазов постављања нових смерница развоја. Полазећи од локалног, стратегија мора да уважи утицај ширег окружења. Анализе Светске банке показују да постоје одређени глобални фактори који морају бити узети у обзир. Примера ради то су геополитика,²¹ економска динамика, финансијске иновације и др.²² Еклатантан пример утицаја окружења на Србију је след догађаја из 2008. године, када је економски раст почео да опада драстично. Ниска каматна стопа као једна од последица финансијске кризе се процењује као шанса за тржиште капитала, у смислу могућности да штедише пребаце средства у власничке и дужничке хартије (уз незаобилазно питање процене колико ће такво стање потрајати).²³ Полазна тачка у том процесу мора бити идентификовање и разумевање кључних покретача. Мора се размишљати дугорочно и у стратегију развоја инкорпорисати визију: Србија 2030. Стратегија мора бити оријентисана тако да Србија постане добра дестинација за инвестиције. У том смислу потребна је боља регулатива, боље образовање и стручно усавршавање, подстицаји предузетништву и иновацијама. Потребно проширити круг учесника на тржишту, базу инвеститора и повећати број финансијских инструмената на тржишту. Креатори јавних политика морају вратити поверење на тржиште капитала, обезбедити његову ликвидност и омогућити му да прати и допринесе економском расту. Компаније које су у процесу приватизације силом закона натеране на тржиште капитала пропале су, неке се повлаче јер им то оправдава *cost benefit* анализа (постају затворена друштва и то у значајном броју).²⁴ Потребно је наћи адекватно решење да се оним компанијама

21 Србија је вишеструко везана за ЕУ (кандидат за чланство, чврсте трговинске и економске везе), тако да све што се дешава с ЕУ (проширење, иступање, промене правно институционалног оквира, нове уредбе и директиве, креација Уније тржишта капитала – *Capital Market Union* и др.

22 Радионица (*workshop*) Светске банке под називом „The Financial System in Serbia-From 2025 Scenarios to Action Today“, одржана у Београду, 31. јануара 2017. године.

23 Променљивост ситуације показују и све снажнији притисци на нивоу ЕУ да се призна инфлација и политика негативних каматних стопа промени.

24 Многе би се повукле, јер им је статус јавног друштва додатни трошак, а често немају ни средства да извршавају своје обавезе, на пример годишњи извештај ревизора са листе Комисије за хартије од вредности, али немају средства да исплате несагласне акционаре и тако се врте у зачараном кругу.

којима је то терет омогући да оду са тржишта. Тиме би се очистило тржиште и припремило за улазак нових субјеката, овога пута на природан начин. Пројекти међународних организација су ту корисни да се идентификују и квантификују одређени системски проблеми и понуде решења.²⁵

Стратегија развоја тржишта капитала мора бити заснована на стручној анализи испуњености услова²⁶ након чега је постављен јасан смер и динамика кретања. Значај стратегије мора схватити влада и снажно је подржати и усмеравати преко министарства надлежног за финансије, Комисије за хартије од вредности²⁷ и других референтних тела. Формирање тела које ће бити састављено од различитих експерата и представника субјеката носилаца интереса и ризика. Корејски модел је био искористити економску експанзију, активно укључивање владе, уклањање свих препрека (порески и други подстицаји и принуда), едукација и снажна јавна кампања, контрола баланса понуде и тражње и креирање адекватне базе инвеститора.²⁸

Иницијална јавна понуда јавних предузећа је један од начина који се често помиње као пут да се ојача тржиште капитала и трасира пут приватним субјектима.²⁹ Треба имати у виду да је важно донети стратешку одлуку, засновану на процени, што пре, јер оклевање је највећи неприја-

25 Примера ради, ЕБРД пројект техничке кооперације у региону (Local Currency & Capital Markets Development-Cross-regional dormant account resolution study). Више о томе на: <http://www.ebrd.com/what-we-do/sectors-and-topics/local-currency-and-capital-markets.html>, 1.03.2017.

26 Примера ради, присуство ниске или високе каматне стопе и тренд кретања, монетарна политика која се бори са инфлацијом, однос развоја реалне економије и финансијског сектора и др.

27 Јачање капацитета Комисије у циљу квалитетнијег рада, а посебно у циљу одбране њене независности (од државних органа и учесника на тржишту) је од посебног значаја. У том процесу критично је питање њеног финансирања накнадама од учесника на тржишту, у тренуцима кад је њихова платежна способност слаба на урушеном тржишту капитала, што утиче на одрживост и развој Комисије и отвара питање финансирања из буџета. Свакако да без адекватне стратегије развоја тржишта капитала нема одрживог решења. Интересантна промишљања на ту тему могу се наћи у IMF, Ukraine – Enhancing the Powers and Independence of the National Securities and Stock Market Commission, October 2015, доступно на: <https://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=43340.0>, 1.03.2017. Такође код: Toan Le Minh, Gordon Walker, „The Independence of a securities Market Regulator: The Case of the State Securities Commission of Vietnam“, доступно на адреси: <http://epublications.bond.edu.au /blr/vol21/iss3/3/>, 5.03.2017. Проблем ове врсте у земљама развијеног тржишта капитала се и не поставља. Видети: V. Black, 790.

28 W. C. Kim, 88.

29 У Белој књизи Савета страних инвеститора ово је једна од препорука за развој тржишта капитала. Видети: Бела књига савета страних инвеститора, 2016, 77.

тељ промене и простор за деструктивно деловање.³⁰ Као искуствени пример може се узети Камбоџа.³¹

Иницијална јавна понуда малих и средњих предузећа је актуелно питање у Европској унији. Свакако да се и код нас може видети потреба да се, преваходно средњим компанијама с потенцијалом брзог раста³² омогући алтернативни приступ екстерном финансирању. Тиме се умањује зависност од банака и може се поправити однос *debt equity*. Као пример добре праксе могао би се анализирати случај Јамајке.³³

Истраживање Светске федерације берзи показало је да потреба предузећа да постане јавно друштво садржи и више од потребе екстерног финансирања. Ради се и о другим бенефитима, попут позиционирања компаније за раст, диверзификације инвеститора, јефтинијег финансирања и мање изложености, могућности изласка оснивача и др.³⁴

Развој српске привреде, свакако зависи и од искоришћеног потенцијала развоја малих и средњих предузећа. Омогућавање тим брзорастућим компанијама (најчешће у сектору информационих технологија или експертских услуга) да приступе екстерном финансирању из више извора, је веома значајна претпоставка развоја. За разлику од претходног периода у коме су на тржиште капитала компаније увођене императивом закона, овде се ради о добровољном уласку иза које стоји корист коју компанија након *cost benefit* анализе и процене свих могућности екстерног финансирања³⁵ доноси од-

30 На тржишту нема оклевања. Пример су и акције Телекома које се, као последица што Телеком није јавно друштво, преносе уговором о поклону који симулира уговор о продаји.

31 Камбоџа је одлучила да јавно предузеће за снабдевање водом (Phnom Penh Water Supply Authority – PPWSA) пусти у јавну продају, што је означено као прекретница у развоју тржишта капитала. План је обухватао и Телеком и Државно предузеће за снабдевање електричном енергијом ACCA (Jun 2012). Making Capital Markets Work in Emerging and Frontier Economies: case studies, доступно на адреси: <http://www.acca.ie/content/dam/acca/global/PDF-technical/global-economy/pol-afb-mcmw.pdf>, 1.03.2017, 17.

32 Светски позната компанија *Apple Computer* је у периоду 1977-1980 продала укупно 121.000 компјутера, након чега је уследила милионска потражња за компјутерима. Проблем развоја је решен екстерним финансирањем са тржишта капитала (продато акција у вредности од 65 милиона долара). Kenneth Kim, John Nofsinger, *Corporate Governance*, Pearson education, New Jersey, 2007.

33 ACCA (Jun 2012), Making Capital Markets Work in Emerging and Frontier Economies: case studies, 14.

34 World Federation of Exchanges (WFE), SME Financing and Equity Markets, доступно на адреси: <https://www.world-exchanges.org/home/index.php/news/world-exchange-news/world-federation-of-exchanges-publishes-report-into-sme-financing-equity-markets>, 9.03.2017, 22.

35 Утврђују цену капитала и пратеће трошкове (саветник, рачуновођа, припрема документације, промена правне форме...).

луку те врсте. Неспорно је да тржиште капитала може у том процесу да одигра значајну улогу, а управо развој тог облика финансирања предлаже и ОЕЦД.³⁶ Наш успех би имао подстицајан регионални ефекат, што би деловало позитивно на инвестициону атрактивност региона. Проблем лежи у одлучности да се „пробије лед“ услед непознавања процедура, тако да су едукација и промоција од примарне важности. Примарни циљ берзе је да се на њој нађу добре компаније, те је потребан план да се такве компаније подстакну на јавну понуду (нпр. порески подстицај). Такође, повећање базе инвеститора је од круцијалног значаја за успех примарног тржишта, уз пратећу ликвидност секундарног тржишта.³⁷ Додатни критичан чинилац за развој тржишта капитала је довољно обучених и искусних људи, како на страни државе – законодавац, регулаторно и надзорно тело, тако и на страни посредника на тржишту и других учесника.

Стратегија би у ширем смислу обухватила и развој робне берзе са свим позитивним ефектима на тржиште капитала (увођење нових изведених инструмената).

Улога међународних финансијских организација као финансијера и пружалаца техничке помоћи у процесу ревитализације тржишта може бити значајна.³⁸

Инвестициони фондови у власништву државе носе потенцијал од великог економског и фискалног значаја. Ови државни ИФ (*Sovereign Wealth Fund SWF*) у коме су средства девизне резерве, злато, природна богатства, пензије, индустријска постројења, нафтне резерве усмерени су на максимизацију дугорочних прихода, за разлику од управљања девизним резервама чија је улога краткорочног стабилизаторског карактера (курс). Улагања ове врсте имају виши ниво толеранције на ризик у одно-

36 Извештај ОЕЦД-а за Г-20 управо говори о широкој потреби да се тржиште капитала ефикасно употреби за те сврхе. World Federation of Exchanges (WFE) SME Financing and Equity Markets, доступно на адреси: <https://www.world-exchanges.org/home/index.php/news/world-exchange-news/world-federation-of-exchanges-publishes-report-into-sme-financing-equity-markets>, 9.3.2017, 5.

37 Процењује се да је значајна количина капитала заробљена на великом броју неактивних рачуна мале вредности те да би уколико се пронађе модус њиховог активирања допринело ликвидности тржишта, а потенцијално и повећању базе инвеститора (уместо базе поклонопримаца).

38 Једна од њих је Међународна финансијска корпорација (IFC) која помаже развој локалног тржишта капитала кроз различите пројекте, на пример обвезнице у локалној валути, у виду зајмова и других финансијских производа. Добар пример је Замбија, видети: IFC Invests in Bayport Zambia's First Bond, Supporting Access to Finance and Domestic Capital Markets, доступно на адреси: <http://ifcext.ifc.org/IFCExt/Pressroom/IFCPressRoom.nsf/0/0161A4B20E84BA5A85257CDD00678C88?openDocument>, 9.3.2017.

су на традиционални приступ централних банака, али доносе доста позитивних ефеката попут прикупљања дугорочног профита, реструктурирања националне привреде улагањем у високотехнолошку индустрију и високостручне услуге и др.³⁹ Управо ова врста фондова (заједно са другим институционалним инвеститорима попут пензијских фондова и осигуравајућих друштава) могу улагати у складу, с политиком ниског ризика, у дугорочне инфраструктурне пројекте.⁴⁰ Нови инструменти попут зелених обвезница,⁴¹ обвезнице на основу стамбених кредита и др.

IV Закључак

Српско тржиште капитала је неразвијено, неликвидно, са недовољном базом инвеститора. Континуирано га напуштају добре компаније јер не виде интерес да буду на њему. Истовремено многе од оних које остају, а доведене ту силом закона у процесу приватизације, из финансијских разлога не могу да изађу. Истовремено компаније којима би ту било место и које би могле да искористе тај алтернативни облик финансирања, не улазе. Процес урушавања и одсуство перспективе сувише дуго траје и тренд се мора хитно преокренути.

Ревитализација тржишта је сложен посао који подразумева постојање стратегије. Приликом израде стратегије морају бити укључени сви референтни субјекти, анализирани претпоставке и постојећи модели и добри примери у упоредној пракси. Није могуће директно применити туђи модел развоја већ морамо изградити сопствени. Процес ће трајати дуго и захтеваће континуирано праћење и прилагођавање. Влада мора разумети значај и место тржишта капитала у нашем финансијском систему и, у сарадњи с ресорним министарством, комисијом за хартије од вредности, берзом, учесницима на тржишту и другим субјектима надлежностима и интересом везаним за тржиште капитала, снажно покренути и подржати његов развој. То подразумева одговарајуће људске и материјалне ресурсе и значајан ангажман како би се отклонили структурни поремећа-

39 Tomas Guerrero, *Frontier Markets: A World of Opportunities* (March 2013), доступно на адреси: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2245075, 10.03.2017, 4.

40 Реч је о актуелном и неопходном процесу пребацивања финансирања инфраструктурних пројеката на приватни сектор. Видети: OECD Journal: *Financial Market Trends*, Volume 2014/1, *Financing infrastructure-International trends*, доступно на адреси: http://www.oecdilibrary.org/finance-and-investment/financing-infrastructure-international-trends_fmt-2014-5jxvpb4jff1, 9.3.2017, 124.

41 Видети: ICMA (International Capital Market Association), *The green Bond Principles*, доступно на адреси: https://www.google.rs/webhp?sourceid=chrome-instant&rlz=1C1EODB_enRS721RS721&ion=1&espv=2&ie=UTF-8#q=icma+green+bond+principles&, 1.03.2017.

ји и успоставиле претпоставке раста. Стабилност макроекономске политике, чврст правни и институционални оквир, квалитетно финансијско извештавање, професионални посредници, развијена култура усаглашености, подстицаји компанијама за излазак на тржиште капитала и инвеститорима, уклањање баријера иновацијама и ширењу, подстицај увођењу нових инструмената, едукација и промоција, неки су од знакова поред пута ревитализације српског тржишта капитала.

Predrag DEDEIĆ, PhD

Chairman of the Republic of Serbia Securities Commission

Vladislav STANKOVIĆ

Commissioner in the Republic of Serbia Securities Commission

WRONG WAYS AND PATHS OF THE SERBIAN CAPITAL MARKET: QUO VADIS

Summary

The Serbian capital market is shallow, illiquid and with inadequate investor base. It is undermined by constant withdrawal from the market by strong companies and the new ones are not coming. The trend of undermining and the absence of perspective has lasted for too long and must be urgently reversed. The renewal is a complex task entailing the existence of a strategy. In creation of the strategy all relevant entities must be involved, and the used propositions, current models and examples of comparative practices – analyzed. It is not possible to directly apply someone else's model of development. The government must understand the importance of the capital market, and in cooperation with the line ministry, securities commission, stock exchange, market participants and others, provide a powerful impetus. It entails adequate human and material resources in order to heal the structural disruptions and create the preconditions for growth. The stability of macroeconomic policy, solid legal and institutional framework, sound financial reporting, professionalism and culture of compliance, incentives for companies to go public, removal of obstacles to innovation and expansion, incentive to introduction of new instruments, education and promotion – are only some of the milestones that need to be passed on the road to regeneration of the Serbian capital market, discussed in the article.

Key words: *investments, capital market, strategy of capital market development, initial public offering, financial instruments.*