

**Предмет:** Мишљење о томе да ли образложење Нацрта закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената садржи анализу ефеката у складу чл. 39. Пословника Владе (Сл. гласник РС, бр. 100/ 2005).

У складу чланом 39. Пословника Владе (Сл. гласник РС, бр. 100/ 2005) даје се

### **МИШЉЕЊЕ:**

**Образложење Нацрта закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, који је Савету за регулаторну реформу привредног система доставило на мишљење Министарство финансија под бројем: 011-00-123/2006-16 од 7.03.2006. године, НЕ САДРЖИ АНАЛИЗУ ефеката у складу са чланом 39. Пословника Владе Републике Србије.**

### **ОБРАЗЛОЖЕЊЕ:**

Савету за регулаторну реформу привредног система је **Министарство финансија** доставило на мишљење **Нацрта закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената** са Образложењем које садржи одељак V под насловом: „Анализа ефеката измена и допуна закона“.

У анализи ефеката, обрађивач прописа наводи да су се у релативно кратком периоду, у току последњих неколико година, на домаћем финансијском тржишту, одиграле промене које то тржиште карактеришу као веома активно.

Обрађивач даље наводи да се поред позитивних кретања, на домаћем финансијском тржишту нису појавили финансијски инструменти са довољним степеном ликвидности, те наводи да су заправо укупне трансакције са хартијама од вредности вршене углавном са циљем стицања контроле над акционарским друштвима, тако да је даљи секундарни промет тим инструментима веома ограничен.

Обрађивач наводи да је потребно отклонити наведене недостатке и створити стабилне, прецизне и конзистентне регулаторне оквире, како би се омогућило укључивање већем броја учесника на домаће финансијско тржиште, те да се наведено постиже овим нацртом закона.

Обрађивач наводи да ће предложени нацрт закона допринети интензивирању токова капитала, што ће за последицу имати како ликвидније и дубље тржиште капитала, тако и побољшање позиције укупне домаће привреде и БДП-а уз нужну заштиту инвеститора у хартије од вредности и других учесника на финансијском тржишту.

Ради ефикасне имплементације закона, обрађивач наводи да ће бити спроведена јавна кампања ради едукације и популаризације како учесника на финансијском тржишту, тако и грађана, како би им се предочиле могућности које ће пружити на нови начин организовано финансијско тржиште.

Потребно је напоменути да је пред Саветом током децембра 2005. године већ био разматран нацрт закона о изменама и допунама Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, на који је такође било дато негативно мишљење. Обрађивач прописа није образложио зашто је наведени пропис повукао из процедуре и определио се за доношење потпуно новог прописа иако је то требао да учини, обзиром да је требао да наведе које су друге могућности за решење проблема разматране, и зашто је предложено решење најбоље.

Анализирајући текст нацрта закона може се извести закључак да је могуће да ће неке предложене измене имати управо супротне ефекте од горе наведених. Имајући у виду да је анализа ефеката таквих одредби изостала у образложењу нацрта закона, није могуће сагледати да ли је предлагач имао у виду неке друге механизме којима би те ефекте спречио. У даљем тексту ћемо скренути пажњу на само неке од одредби које би могле имати негативне ефекте на развој финансијског тржишта, иако би то требао да буде основни ефекат закона.

Тако је на пример у **члану 11.** дефинисан широк круг професионалних инвеститора, којима се може вршити издавање и понуда хартија од вредности без одобрења проспекта а који даље могу међусобно трговати тим акцијама ван организованог тржишта (**члан 57, став 4**). На овај начин се практично увођењем великог броја изузетака (што је присутно и у другим деловима закона) уведе истовремено и изузеци од правила јавности и транспарентности у трговини хартијама од вредности, и трговања на организованом тржишту. Такође, нацрт закона оставља широк простор Комисији за хартије од вредности за утврђивање критеријума за стицање својства професионалног инвеститора, и мишљења смо да би минимум критеријума за стицање својства професионалног инвеститора ипак требао да буде прописан законом. Ефекат широког тумачења ових изузетака од трговања акцијама на организованом тржишту би могао бити такав што би се увео велики број паралелних тржишта ван контроле и транспарентности и развој финансијског тржишта.

Директно на наведене одредбе се надовезују и решења предвиђена **члановима 77., 80., 112. и 113.** нацрта закона. Наиме, наведеним члановима се предвиђају различити услови оснивања, организовања и пословања за организатора берзанског и ванберзанског тржишта, нарочито у погледу оснивачког капитала (за берзу 1.000.000,00 евра а за организатора ванберзанског тржишта 300.000,00 евра), круга могућих оснивача и максималног учешћа у капиталу. Обрађивач прописа није у анализи ефеката предочио разлоге зашто се определио за овакво решење, имајући у виду да су и берзанско и ванберзанско тржиште сегменти организованог тржишта, те зашто није предвидео да и једно и друго тржиште треба да испуне исте услове, као што су: оснивачи, капитал, информациона, техничка, кадровска и

организациона оспособљеност. Применом оваквог решења нацрта закона би могло да се деси у пракси да било која правна лица са седиштем у РС, буду акционари организатора ванберзанског тржишта, уколико обезбеде минимални новчани капитал од 300.000 еура са ограничењем у учешћа у капиталу од 25%. Обрађивач надаље није анализирао да ли би овакво решење водило фрагментирању и урушавању тржишта капитала стварањем већег броја малих тржишта креираних за интерне потребе његових акционара. Треба напоменути да разлику између берзанског и ванберзанског тржишта не би требало базирати на различитим критеријумима за оснивање и организацију пословања, већ по квалитету, односно критеријумима које треба да испуни тржишн материјал којим тргују. Истичемо да је обрађивач и сам као један од проблема тренутног стања у овој области идентификовао великвидност тржишта капитала, те да је навео да ће предложени нацрт закона допринети ликвиднијем тржишту. Међутим, управо из ових одредби произилази да би ефекат могао да буде супротан, јер би фрагментирање великвидног тржишта могло довести до даљег повећања великвидности и неефикасности и онемогућавања успостављање квалитетних тржишних материјала и учесника на тржишту.

Чланом 128. став 5 и 6 утврђена је нострификација одговарајућих сертификата за обављање послова брокера, инвестиционог саветника и портфолио менаџера и то „на начин“ који Комисија треба да пропише својим актом. Из наведене одредбе произилази да Комисија не прописује услове већ само поступак-начин нострификације. Оваква могућност јесте у складу са европским директивама, али је обрађивач пропустио да сагледа да се оваква могућност предвиђа само за чланице Европске уније, у циљу повезивања тржишта. У том смислу, оваква одредба у нашем праву, додуше нешто преформулисана, била би пожељна у мери у којој би обезбедила хармонизацију са прописима ЕУ. Међутим, оваква одредба, без поменутог ограничења, може да доведе до нострификовања сумњивих сертификата (сертификати издати од институција широм света), без критичког сагледавања вредности таквих сертификата. Обрађивач је требало да размотри и алтернативу оваквог решења, нпр. да ово питање треба да подлеже систему реципроцитета и/или посебним споразумима закључених између Комисије и иностраних надлежних надзорних органа којима би ова питања била детаљније регулисана.

Обрађивач је у образложењу навео да је нацрт закона усклађен са стандардима Европске уније у погледу спречавања злоупотреба привилегованих информација, односно тржишних манипулација (Директива о спречавању манипулација на тржишту), а управо је предложеним нацртом пропустио да регулише кривично дело које је постојало у важећем Закону о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената у члану 244. до тренутка када је исто брисано усвајањем новог Кривичног законика. Наиме члан 244. став—2. је предвиђао да „Ко, у намери да себи или другом прибави противправну имовинску корист, другом лицу саопшти привилеговане информације или на основу тих информација препоручи другоме да стекне, купи, прода или на други начин располаже хартијама од вредности или другим финансијским инструментима којима се тргује или може трговати на

организованом тржишту хартија од вредности, казниће се затвором од три месеца до три године.“ те „ако је услед дела из ст. 1. и 2. овог члана дошло до поремећаја на организованом тржишту хартија од вредности, учинилац ће се казнити затвором од једне године до пет година“. Очигледно се ради о пропусту обрађивача, јер се не ради о примени принципа да сва кривична дела треба да буду прописана једним законом, пошто је чланом 238. нацрта закона предвиђено постојање другог кривичног дела, које по својој природи у мањој мери угрожава функционисање финансијског тржишта.

Обрађивач прописа није образложио из ког је разлога прописао да берза у управним стварима сходно примењује одредбе закона којим се уређује општи управни поступак (**члан 96. став 8.**). То је требао да уради имајући у виду да берза није државни орган већ је формирана као акционарско друштво, па није јасно како може да примењује поступак који је резервисан искључиво за органе управе. Евентуална јавно правна овлашћења која би закон дао организатору тржишта морала би да буду јасно, таксативно набројана.

**Чланом 252. став 2.** нацрта закона предвиђа да се акције које су издате до дана примене овог закона сматрају акцијама издатим јавном понудом, па су њихови издаваоци дужни да их укључе на организовано тржиште у року од 3 месеца од почетка примене закона. Оваква одредба је у потпуној супротности са Законом о привредним друштвима, који представља основни корпоративни пропис, и који акционарима оставља могућност избора између два типа акционарских друштава (отворених и затворених) сем у случају испуњења критеријума прописаним тим законом. Обрађивач је пропустио да анализира из којих разлога мења решење основног корпоративног закона, и које ће трошкове такво решење изазвати за затворена акционарска друштва, која нпр. у складу са законом нису издавала акције јавном понудом, те да ли ће овакво решење довести до промене правне форме у друштва са ограниченом одговорношћу.

У анализи ефеката је обрађивач навео да су при изради нацрта закона тражени и узети су у обзир савети свих релевантних субјеката. Међутим, није навео од кога је тражио мишљења, које су биле сугестије, и шта је од тих сугестија имплементирао у текст нацрта, а шта је одбио и из којих разлога.

С обзиром да се ради о закону којим се битно мења уређење финансијског тржишта, а да је то питање од значаја за јавност и све учеснике на финансијском тржишту, обрађивач прописа је у складу са чланом 40. Пословника Владе био дужан да спроведе јавну расправу. Из текста образложења произилази да јавна расправа није спроведена, а за њу није ни било времена, јер је само пре два месеца био у оптицају Нацрт закона о изменама и допунама закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената. У том смислу, надлежни одбор Владе би требало да одреди програм јавне расправе и обавезе предлагача да исту спроведе.

Што се тиче примедби Савета, обрађивач прописа би требао да посебно анализира ефекте решења на које је савет указао, као и других решења која треба да имају ефекте на финансијском тржишту. Сматрамо да ће јавна расправа да увелико олакша вршење анализе ефеката, јер ће обрађивач бити у прилици да, прикупљањем мишљења и примедби релевантних институција (Комисија за хартије од вредности, Централни регистар за хартије од вредности, Београдска берза, Акцијски фонд, Агенција за привредне регистре, брокерске куће....) обезбеди информације на основу којих ће се сагледати алтернативе за решавање датог проблема, избор најцелисходнијег решења и ефекти предложених решења.

Како би се обрађивач прописа подсетио на разлоге из којих се анализа ефеката прописа врши и како би је надаље, приликом израде прописа, примењиво, у даљем тексту наводимо шта одељак образложења „анализа ефеката прописа-акта“, мора посебно да садржи:

- одређење проблема који акт треба да реши;
- циљеве који се доношењем акта постижу;
- анализу о томе које су друге могућности за решавање проблема разматране изузев доношења акта;
- зашто је доношење акта најбоље за решавање проблема.

Такође, одељак „анализа ефеката прописа-акта“ мора да садржи следећа објашњења:

- на кога и како ће највероватније утицати решења предложена у акту,
- који су трошкови које ће примена акта изазвати грађанима и привреди, посебно малим и средњим предузећа,
- да ли су позитивни ефекти доношења акта такви да оправдавају трошкове,
- да ли акт стимулише појаву нових привредних субјеката на тржишту и тржишну конкуренцију,
- да ли су све заинтересоване стране имале прилику да изнесу своје ставове о акту и
- које ће мере током примене акта бити предузете да би се остварили разлози доношења акта.

Ако обрађивач сматра да образложење прописа-акта не треба да садржи анализу ефеката, дужан је да то посебно образложи.

Обрађивач, треба да наведе да ли су у вези са прописом-актом спровођене јавне расправе и у којој мери су на решења која се предлажу прописом-актом утицала мишљења изнета на тим јавним расправама.

Само на основу целовитог образложења, израђеног у складу са горе наведеним списком објашњења, Савет може да сагледа да ли је пропис-акт израђен уз анализу ефеката и да да сврсисходно мишљење о томе.

**Наглашавамо да је анализа ефеката процес који обрађивач спроводи од почетка рада на пропису-акту, а да након његове израде, у образложењу нацрта прописа-акта, само описује у чему се та анализа састојала. Дакле, сврха анализе ефеката прописа-акта није да након израде прописа-акта**

компликује обрађивачу израду образложења, већ да допринесе изради прописа-акта са најпозитивнијим могућим ефектима. Сврха самог описа анализе ефеката је да Савет и Владу, а на крају и Скупштину и све заинтересоване стране упозна са очекиваним ефектима предложеног прописа-акта и са тим како је анализа ефеката током израде прописа-акта вршена.

Такође истичемо да Савет врши процену тога да ли образложење прописа-акта треба или не треба да садржи анализу ефеката и о томе даје мишљење. Ту процену не врши обрађивач прописа, па он нацрт, односно предлог прописа-акта обавезно доставља Савету на мишљење.

Обзиром на наведено, мишљења смо да образложење **Нацрта закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената НЕ САДРЖИ АНАЛИЗУ ЕФЕКТА** у складу са чланом 39. Пословника Владе.

У Београду, 20. март 2006. године

ПРЕДСЕДНИК САВЕТА

др Предраг Бубало

