

IV АНАЛИЗА ЕФЕКТА ЗАКОНА

Одређивање проблема које Закон треба да реши

Последњих година на домаћем тржишту капитала значајно се смањио број учесника на тржишту, односно брокерско-дилерских друштава и овлашћених банака, као и број трансакција на регулисаном тржишту, односно МТП, а самим тим и промет на Београдској берзи. Поред тога настављен је тренд смањења броја листираних компанија на регулисаном и МТП тржишту, услед стечаја, ликвидације или промене правне форме. Период глобалне кризе који се осетио и код нас, имао је као последицу урушено поверење инвеститора спремних да улажу у ову врсту имовине, што је утицало да имамо скромну не само понуду квалитетног и разноврсног материјала, већ и потражњу финансијских инструмената. Са циљем да се домаће тржиште учини сигурнијим, диверсификованијим, транспарентнијим и атрактивнијим за домаће и стране инвеститоре потребно је проширити понуду квалитетних финансијских инструмената, као и учинити јасним и свима препознатљивим услове за приступ и трговање на домаћем тржишту.

На тржишту капитала у Републици Србији тргује се на регулисаном тржишту, односно МТП (Београдска берза) и на ОТЦ тржишту. Вредност промета на ОТЦ тржишту има велико учешће у укупном промету на домаћем тржишту капитала (око 99%), док је у погледу броја трансакција у просеку веће учешће броја трансакција на регулисаном тржишту, што указује на уситњену појединачну вредност трансакције на тржишним сегментима Београдске берзе. Током 2020. године додатни пад активности на Београдској берзи условио је веће учешће трансакција обављених на ОТЦ тржишту, а које су се претежно односиле на РЕПО трансакције пословних банака.

Табела 3.

Сегмент тржишта	2020.		2019.	
	Број трансакција	Промет (мил. ЕУР)	Број трансакција	Промет (мил. ЕУР)
Регулисано и МТП	18.098	414,6	31.115	780,6
ОТЦ	20.232	39.407	25.339	49.885
Укупно	38.330	39.822	56.454	50.666

Извор: Београдска берза; ЦРХОВ

*Напомињемо да подаци за укупни промет на ОТЦ тржишту у Републици Србији укључују вредност укупних салдираних трансакција свих чланова ЦРХОВ-а, односно трансакције које поред брокерско-дилерских друштава и овлашћених банака, обављају кредитне институције, Република Србија и Народна банка Србије.

На регулисаном тржишту и МТП се тргује акцијама и обвезницама и једини организатор тржишта у Републици Србији је Београдска берза а.д. Београд.

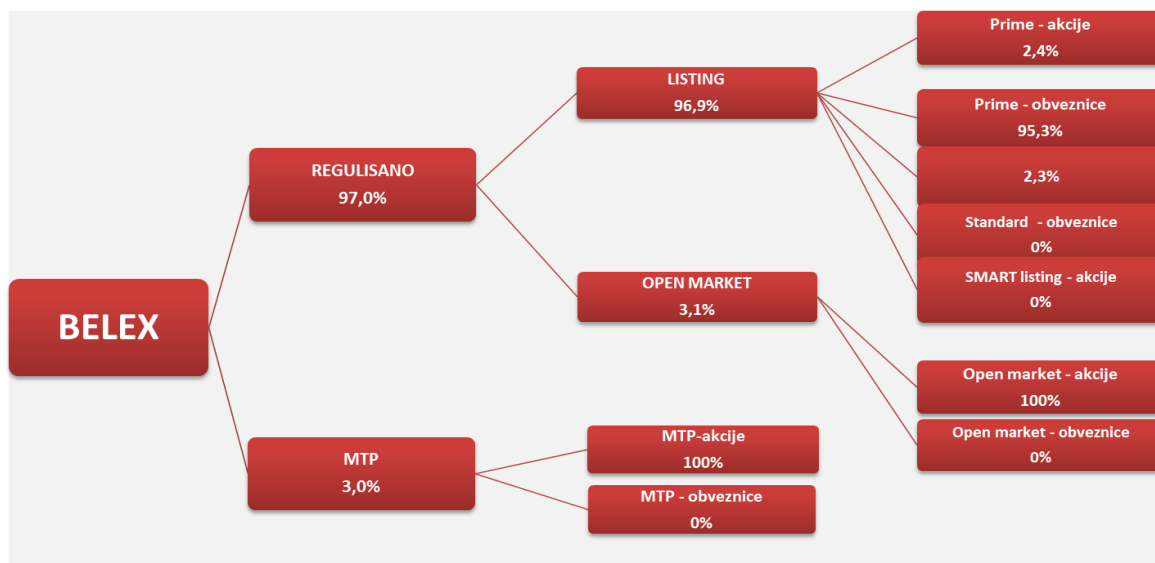
Укупни реализовани промет на регулисаном тржишту и МТП током 2020. године био је скоро 47% мањи у односу на претходну годину. Пад је евидентиран на свим сегментима тржишта, а био је условљен општим падом активности свих учесника на домаћем и иностраним тржиштима капитала. Међутим, упркос светској пандемији и негативним ефектима проузрокованих вирусом Covid-19, све трансакције у 2020. години су ефикасно спроведене.

**Укупно остварена вредност промета и број извршених трансакција
према сегменту тржишта - период: јануар – децембар**

Сегмент тржишта	2020.			2019.			2020. / 2019.	
	Промет (РСД)	Промет (ЕУР)	Број трансакција	Промет (РСД)	Промет (ЕУР)	Број трансакција	Промет (%)	Број трансакција (%)
РЕГУЛИСАНО	47.312.523.985	402.401.147	15.734	90.468.895.786	768.336.152	25.688	-47,70 %.	-38,75 %.
<i>Listing</i>	<u>45.864.981.971</u>	<u>390.089.979</u>	<u>13.276</u>	84.920.236.020	<u>721.199.299</u>	21.940	-45,99 %.	-39,49 %.
Prime- акције	1.100.216.020	9.357.452	11.726	1.635.398.721	13.866.962	20.293	-32,72 %.	-42,22 %.
Prime- обвезнице	43.721.508.674	371.859.814	219	51.181.565.473	434.417.819	174	-14,58 %.	25,86 %
Standard -акције	1.043.257.277	8.872.713	1.331	32.103.271.826	272.914.518	1.473	-96,75 %.	-9,64 %.
Open market	<u>1.447.542.014</u>	<u>12.311.168</u>	<u>2.458</u>	<u>5.548.659.766</u>	<u>47.136.853</u>	<u>3.748</u>	-73,91 %.	-34,42 %.
Open market- акције	1.447.542.014	12.311.168	2.458	5.548.659.766	47.136.853	3.748	-73,91 %.	-34,42 %.
МТР	1.439.710.636	12.246.390	2.364	1.449.146.074	12.305.819	5.427	-0,65 %.	-56,44 %.
МТР- акције	1.439.710.636	12.246.390	2.364	1.449.146.074	12.305.819	5.427	-0,65 %.	-56,44 %.
МТР- обвезнице	0	0	0	0	0	0	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>
УКУПНО	48.752.234.621	414.647.537	18.098	91.918.041.860	780.641.971	31.115	-46,96 %.	-41,84 %.

Извор: Београдска берза

Са становишта учешћа у укупном промету, већ традиционално је доминантан сегмент *Listing* регулисаног тржишта, са учешћем од око 97% и прометом државним обвезницама са преко 95%. Међутим, значајни пад промета забележен је и на овом сегменту тржишта.



Укупно остварени промет у оквиру ове котације, на крају 2020. године био је за око 46% мањи него у претходном извештајном периоду, док је број трансакција за 40% мањи. У истом периоду, на *Open Market*-у евидентиран је пад промета од чак 74%.

Са становишта врсте финансијских инструмената којима се тргује на Београдској берзи, у посматраном периоду, пад промета државним обвезницама износио је око 15%, док су акције забележиле чак 88% мањи промет.

Укупно остварена вредност промета и број извршених трансакција обвезницама на Регулисаном и МТП тржишту - период: јануар – децембар

Финансијски инструмент	2020.			2019.			2020. / 2019.	
	Промет (РСД)	Промет (ЕУР)	Број трансакција	Промет (РСД)	Промет (ЕУР)	Број трансакција	Промет (%)	Број трансакција (%)
Обвезнице	43.721.508.674	371.859.814	219	51.181.565.473	434.417.819	174	-15%	26%
УКУПНО	43.721.508.674	371.859.814	219	51.181.565.473	434.417.819	174	-15%	26%

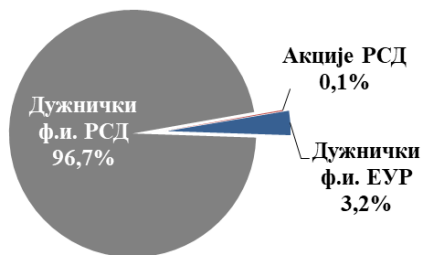
**Укупно остварена вредност промета и број извршених трансакција
власничким финансијским инструментима-период: јануар - децембар**

Финансијски инструмент	2020.			2019.			2020. / 2019.	
	Промет (РСД)	Промет (ЕУР)	Број трансакција	Промет (РСД)	Промет (ЕУР)	Број трансакција	Промет (%)	Број трансакција (%)
Акције	5.030.725.947	42.787.723	17.879	40.736.476.387	346.224.152	30.941	-87,7 %	-42,2 %
УКУПНО	5.030.725.947	42.787.723	17.879	40.736.476.387	346.224.152	30.941	-87,7 %	-42,2 %

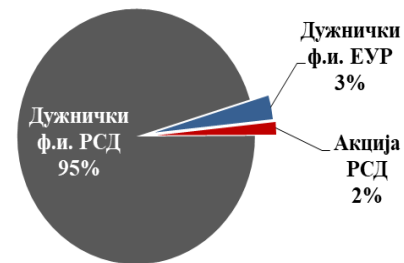
На ОТЦ тржишту првенствено се трговало финансијским инструментима које емитују Република Србија и Народна банка Србије, као и акцијама у складу са законом којим се уређује преузимање акционарских друштава и законом којим се уређују привредна друштва.

Структура укупне вредности салдираних трансакција на ОТЦ тржишту, са аспекта врсте финансијских инструмената, приказана је на следећим графиконима:

**Структура салдираних трансакција на
ОТЦ тржишту по врсти финансијског
инструмента и валути - јан.-дец 2020**



**Структура салдираних трансакција на
ОТЦ тржишту по врсти финансијског
инструмента и валути - јан.-дец. 2019**



Као и у претходним извештајним периодима, на овом сегменту тржишта претежно се трговало дужничким инструментима номиниваним у динарима.

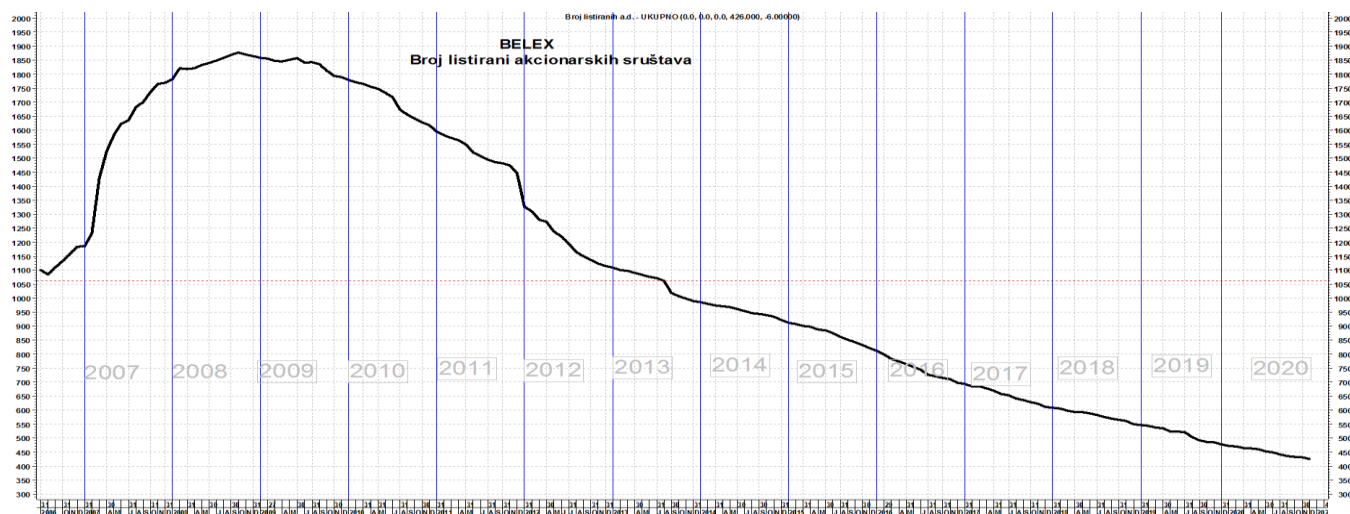
Карактеристика домаћег тржишта капитала је и континуирани пад броја учесника. Преглед броја учесника на тржишту капитала у Републици Србији, приказан је у наредној табели.

Учесници	31.12.2019.	31.12.2020.	2020-2019
	број	број	(+/-)

Брокерско-дилерска друштва	17	16	-1
Овлашћене банке	11	9	-2
Чланови берзе	24	23	-1
Маркет мејкери	1	1	0
Чланови ЦРХОВ-а ***	41	40	-1
- банке (кредитне институције)	13	15	2
- овлашћене банке (инвестициона друштва)	11	9	-2
- брокерско-дилерска друштва	15	14	-1
Фонд за заштиту инвеститора	1	1	0
Број листираних акционарских друштава на Београдској берзи	485	438	-47

***осим Републике Србије и Народне банке Србије

Поред смањења броја лиценцираних учесника на тржишту капитала, уочава се и драстичан пад броја компанија која су листиране на Београдској берзи. Конкретно, у последњих 12 година број издавалаца је у константном паду и на дан 31. децембра 2020. године, износио је 438 што је, у односу на претходни период извештавања, мање за 47 (31.12.2019. године: 485).



На основу наведеног, може се закључити да су ниске вредности промета, смањење броја учесника и ограничена понуда финансијских инструмената главне карактеристике домаћег тржишта капитала, а у чему се и огледа његова неразвијеност.

Новим Законом о тржишту капитала утиче се на наведене карактеристике домаћег тржишта тиме што ће се новим нормативним оквиром омогућити лакши и ефикаснији излазак домаћих инвеститора на тржиште, поједностављен приступ изворима капитала, а пре свега мањим и средњим привредним друштвима, и диверсификација финансијских инструмената. Такође, имплементацијом правила која се примењују у Европи и свету, олакшаће се приступ и повећати заинтересованост страних инвеститора за домаће тржиште, што ће утицати и на издаваоце да издају и понуде своје хартије од вредности на тржишту у циљу прикупљања потребних финансијских средстава, а све то ће довести до већег промета и развоја тржишта капитала.

Поред тога, учешће тржишта капитала у финансијском сектору је око 10%, док је учешће банака око 80%, што указују на, и даље, банкоцентрични финансијски систем земље и доминантно

коришћење банкарских производа као преовлађујућих извора финансирања и штедње. Наведени подаци указују да тржиште капитала, на садашњем нивоу развијености, не обавља адекватно свој основни задатак да служи као извор финансирања привредних друштава и алтернатива пласирању штедње становништва у банкарске депозите. У том смислу нова законска решења би требала да стимулишу и издавање муниципалних и корпоративних обвезница, као и иницијалну јавну понуду.

Истовремено, у оквиру процеса приступања Републике Србије Европској унији и Преговарачке позиције Републике Србије за Поглавље 9 „Финансијске услуге” и Поглавље 6 - „Право привредних друштава”, Република Србија је, између осталог, преузела обавезу да изврши хармонизацију Закона о тржишту капитала са:

1. Директивом 2004/39/ЕЗ, о тржиштима финансијских инструмената („*MiFID P*”),
2. Директивом 2014/65/ЕУ о тржиштима финансијских инструмената („*MiFID IP*”),
3. Директивом 2003/71/ЕЗ о проспекту који се објављује приликом јавне понуде или укључивања у трговање хартија од вредности која је у међувремену престала да се примењује, а заменила ју је Уредба 2017/1129/ЕУ о проспекту који се објављује приликом јавне понуде или укључивања у трговање хартија од вредности;

4. Директивом 2004/109/ЕЗ о усклађивању захтева за транспарентношћу везаним за информације о издаваоцима чије су хартије од вредности укључене у трговање на регулисаном тржишту,

5. Директивом 2010/73/ЕУ о проспекту који се објављује приликом јавне понуде или укључивања у трговање хартија од вредности и о усклађивању захтева за транспарентношћу у вези са подацима о издаваоцима чије су хартије од вредности укључене у трговање на организованом тржишту,

6. Директивом 2013/50/ЕЗ о усклађивању захтева за транспарентношћу везаним за информације о издаваоцима чије су хартије од вредности укључене у трговање на регулисаном тржишту,

7. Директивом 97/9/ЕЗ о системима за обештећење инвеститора,

8. Директивом 2014/57/ЕУ о кривичним делима за злоупотребе на тржишту (MAD) и

9. Директивом 98/26 о коначности поравнања у платним системима и системима за поравнање хартија од вредности,

као и да се најкасније шест месеци пре уласка у ЕУ, у закону који уређује тржиште капитала обезбеде услови за примену европске Уредбе 596/2014/ЕУ о злоупотребама на тржишту.

Унапређење домаће регулативе, заједно са даљом хармонизацијом српских прописа са прописима ЕУ, засигурно ће утицати на развој финансијског тржишта у Републици Србији и учинити га атрактивнијим за потенцијалне издаваоце и инвеститоре, којима ће на располагању бити шири спектар инвестиционих могућности, уз обезбеђење веће сигурности и заштите од ризика.

У циљу решавања претходно наведених проблема, на предлог Министарства финансија, Влада Републике Србије је на седници одржаној 21. октобра 2021. године донела Стратегију за развој тржишта капитала за период 2021. до 2026. године („Службени гласник РС”, број 102/21) за коју се верује да ће допринети развоју овог тржишта у Републици Србији, а која наводи и доношење новог Закона о тржишту капитала као једну од мера која ће подржати реализацију планираних циљева.

Циљеви који се постижу његовим доношењем

Конкретни циљеви:

- заштита инвеститора;
- обезбеђење праведног, ефикасног и транспарентног тржишта капитала;
- смањење системског ризика на тржишту капитала;

Општи циљ:

- подстицајно деловање на учеснике на тржишту и само тржиште, уз истовремено усклађивање домаћег правног и институционалног оквира са правним тековинама ЕУ;
- враћање поверења инвеститора у тржиште и њихове заинтересованости за улагања;
- осигуравање да правна регулатива држи корак са кретањима на домаћем тржишту;
- осигуравање ефикасног спровођење одредби закона;
- повећање транспарентности тржишта, обезбеђујући већу јасноћу правне регулативе и правну сигурност;
- обезбеђивање веће сигурности финансијског тржишта, кроз појачан надзор над применом прописа који уређују пословање субјеката на тржишту и висок квалитет финансијског извештавања;
- унапређење економског раста и отварање нових радних места.

Наведени конкретни циљеви су прецизно и реално постављени, те прихватљиви како за савесне учеснике на тржишту тако и за државу.

Унапређењем заштите инвеститора очекује се пораст броја учесника на тржишту капитала – правних лица за 15% до 2023. године, са почетних 256 правних лица (2020. година).

Обезбеђењем праведног, ефикасног и транспарентног тржишта капитала, на основу новог Закона о тржишту капитала, очекује се повећање учешћа тржишне капитализације у бруто домаћем производу са 9,51% на 10,5% до 2023. године.

Очекује се да ће нормативне активности Министарства финансија на унапређењу регулаторног оквира за даљи развој тржишта капитала допринети смањењу системског ризика на тржишту капитала.

Нови Закон о тржишту капитала, између осталог, прописује нова основна начела и правила о проспекту који је потребно саставити, одобрити и објавити приликом јавне понуде хартија од вредности или приликом укључивања у трговање на уређеном тржишту. Овим правилима се осигурава да се, у зависности од природе издавалаца и хартија од вредности, инвеститорима пружају потребне информације како би им се омогућило доношење утемељене одлуке о улагању и обезбедила њихова заштита. Објављивање свих информација релевантних за заинтересоване инвеститоре омогућује се већа стопа транспарентности и смањење системског ризика на тржишту капитала.

Такође, у циљу обезбеђивања веће заштите инвеститора и враћања поверења инвеститора у тржиште и њихове заинтересованости за улагања, прописана је и обавеза инвестиционог друштва да када пружа услуге давања инвестиционог савета или услуге управљања портфолијима, изврши процену подобности и примерености у којој мери су предвиђена инвестициона услуга или финансијски инструмент примерен за клијента.

Проширењем надлежности Комисије непосредно се обезбеђује већа сигурност финансијског тржишта, кроз појачан надзор над применом прописа који уређују пословање субјеката на тржишту и висок квалитет финансијског извештавања, и осигурава се ефикасно спровођење одредби закона.

Мерљиви резултати у постизању наведених циљева могу се, према проценама предлагача, очекивати у року од три године од ступања на снагу предложених решења, имајући у виду очекиване последице епидемије вируса Covid-19.

Ефикасно тржиште капитала и враћање поверења инвеститора захтевају обезбеђење интегритета тржишта. Циљ доношења новог закона јесте да се развије конкурентно, високо ефикасно, транспарентно и продуктивно тржиште капитала са широким спектром финансијских инструмената и услуга, упоредиво са водећим регионалним и европским финансијским тржиштима. Уредно функционисање тржишта капитала, ефикасна алокација средстава и поверење инвестиционе јавности представљају предуслове за економски развој. Криза поверења инвеститора у интегритет домаћег тржишта капитала учинила је неопходним увођење свеобухватног оквира којим ће да се:

- обезбеди ефикаснији рад свих учесника на тржишту и квалитетнији тржишни материјал;
- осигура поверење малих инвеститора и МСП-ова у финансијска тржишта прописивањем високих стандарда транспарентности на финансијском тржишту,
- прилагоде обавезе објављивања проспекта, узимајући у обзир величину издаваоца,
- олакша приступ тржиштима капитала за МСП-ове, истовремено осигуравајући поверење инвеститора у улагања у таква друштва,
- пружи инвеститорима широк спектар конкурентних могућности улагања и обима објављивања и заштите информација прилагођених њиховим околностима,
- обезбеди да Комисија доследно спроводи прописе, посебно у погледу борбе против злоупотреба на тржишту и привредног криминала,
- обезбеди висок ниво транспарентности и сарадњу свих учесника на тржишту,
- регулаторни захтеви прилагоде очекиваном развоју технологије и тржишне инфраструктуре у индустрији финансијских услуга (као што је појава нових трговинских платформи и раст високофреквентних и алгоритаМСких трговања);
- подстакну иновације на финансијским тржиштима како би постала динамична и ефикасна,
- осигура стабилност финансијског система пажљивим и реактивним праћењем финансијских иновација,
- смање трошкови капитала и повећа могућност приступа капиталу,
- учине сразмерним трошкови и корист свих прописаних мера и активности за све учеснике на тржишту,
- осигура већа заштита инвеститора и правна сигурност увођењем опште прихваћених европских стандарда и мера на домаће тржиште,
- усагалашеним прописима са прописима Европске уније страним инвеститорима домаће тржиште учини једноставнијим за улазак и сигурнијим, а самим тим и атрактивнијим за улагања;
- пропишу услови, начин и садржина давања инвестиционих препорука, као и услови у вези лица одговорног за изразу инвестиционих препорука.

Нацртом Закона о тржишту капитала, као нова глава, уводе се одредбе о заложном праву на финансијским инструментима. У тренутно важећем Закону о тржишту капитала, чланом 221. прописано је да су пренос права из финансијских инструмената и преноса тих инструмената, као и садржина налога за пренос и налога за упис права трећих лица на финансијским инструментима, уређени Правилима пословања ЦРХОВ-а. Конкретно, упис права трећих лица на финансијским инструментима тренутно је уређена Главом XVI Правила пословања ЦРХОВ-а.

Имајући у виду да члан 7. Закона о основама својинскоправних односа („Сл. лист СФРЈ“, бр. 6/80 и 36/90, „Сл. лист СРЈ“, бр. 29/96 и „Сл. гласник РС“, бр. 115/05 – др. закон) прописује да се стицање, заштита и престанак права својине, права службености, права стварног терета и права залогe уређују законом, сходно је заложно право на финансијским инструментима уређено Главом III Нацрта Закона о тржишту капитала. Утврђена су основна начела и правила о проспекту који је потребно саставити, одобрити и објавити приликом јавне понуде хартија од вредности или приликом укључивања у трговање на уређеном тржишту. Овим правилима се осигурава да се, у зависности од природе издавалаца и хартија од вредности, инвеститорима пружају потребне информације како би им се омогућило доношење утемељене одлуке о улагању и обезбедила њихова заштита.

Такве информације значајно утичу на повећање поверења у хартије од вредности и доприносе правилном функционисању и развоју тржишта капитала, а објављивање проспекта је одговарајући начин да се те информације учине свима доступнима.

Обавеза објављивања проспекта се примењује и на власничке и дужничке хартије од вредности које су јавно понуђене или укључене у трговање на уређеним тржиштима како би се осигурала заштита инвеститора.

Изузетак од обавезе састављања проспекта у складу с овим законом је јавна понуда хартија од вредности којима је укупна вредност мања од 1.000.000 евра у динарској противвредности по курсу Народне банке Србије, јер би у том случају трошак израде проспекта био несразмеран предвиђеним приходима од понуде.

С обзиром на посебности различитих врста хартија од вредности, издавалаца, понуда и укључења, овим законом се уређују правила за различите облике проспеката и делове проспекта: основни проспект, скраћени проспект, универзални документ о регистрацији, проспект сачињен од посебних докумената, проспект за невластичке хартије од вредности, поједностављени проспект за секундарна издања и проспект ЕУ-а за раст.

У случају секундарних издања садржај проспекта је поједностављен у односу на уобичајени режим, узимајући у обзир информације које су већ објављене, али и да је инвеститорима потребно пружити консолидоване и добро структуриране информације.

Приликом израде дела закона који уређује извештавање јавних друштава/издаваоца, имало се у виду да је потребно унапредити ефикасност постојећег режима транспарентности, нарочито у вези објављивања информација које су у вези са корпоративним власништвом, али и унапређење пропорционалности обавеза које се примењују у односу на мала и средња привредна друштва уз истовремено обезбеђење истог степена заштите инвеститора. У циљу олакшавања приступа капиталу, смањен је административни терет у вези са укључивањем у трговање на уређеном тржишту за мала и средња привредна друштва, односно обавезно извештавање је сведено на годишње и полугодишње финансијске извештаје. Међутим, остављена је могућност да се од издавалаца захтева објављивање додатних периодичних финансијских информација, уколико такав захтев не представља значајни финансијски терет, и ако су затражене додатне информације пропорционалне факторима који доприносе доношењу инвестиционих одлука.

Одредбе закона које уређују Фонд за заштиту инвеститора имају за циљ да се у највећој мери заштите права инвеститора у погледу новчаних средстава или финансијских инструмената, што представља значајан аспект за несметано функционисање тржишта. Средства Фонда се користе за накнаду штете малим инвеститорима до гарантованог износа, у случају да инвестиционо друштво није у могућности да испуни своје обвезе према клијентима.

Новим Законом се прописује да се сада одредбе које уређују Фонд за заштиту инвеститора примењују и на нове облике инвестиционих производа као што су структурирани депозити који до

сада нису били уређени одредбама о заштити инвеститора. Тиме се уједначава се регулаторни поступак који се односи на дистрибуцију различитих инвестиционих производа намењених малим инвеститорима и обезбеђује одговарајући ниво њихове заштите.

Успоставља се свеобухватни регулаторни оквир којим се уређује извршавање трансакција финансијским инструментима без обзира на начине трговања који се примењују за закључивање трансакција, са циљем да се осигура висок квалитет извршавања трансакција и одржи интегритет и ефикасност финансијског система. Прописан је правни оквир који уређује нове генерације система организованог трговања, осим регулисаног тржишта, како би се избегло коришћење регулаторних недостатака.

С развојем финансијских тржишта појавила се потреба за јачањем правног оквира који уређује тржишта финансијских инструмената, како би се повећала транспарентност, боље заштитили инвеститори, ојачало поверење, размотрила нерегулисана подручја и обезбедило да институције које врше надзор имају потребна овлашћења.

Закон прецизно уређује одобрење за пословање, стицање квалификованог учешћа и услове пословања инвестиционих друштава.

У циљу заштите права власништва инвеститора и других сличних права у односу на хартије од вредности, као и права инвеститора у односу на средства која је поверио друштву, та права су јасно разграничена у односу на права самог инвестиционог друштва.

Све већи број активности, које многа инвестициона друштва истовремено обављају, повећао је могућност сукоба интереса између различитих активности и интереса клијената. Из тог разлога, овај закон прописује правила којима ће се осигурати да се ови сукоби не одразе негативно на интересе клијената, односно ова друштва су обавезна да предузимају ефикасне кораке којима ће спречити сукобе интереса или њима управљати како би, у највећој мери, ублажила могући утицај тих ризика.

Потребно је да инвестициона друштва разумеју карактеристике понуђених или препоручених финансијских инструмената и да успоставе ефикасне политике и механизме како би одредиле категорије клијената којима ће се понудити ти производи и услуге.

Инвестициона друштва или кредитне институције које дистрибуирају одређени финансијски инструмент имају обавезу да информишу своје клијенте о свим накнадама и повезаним трошковима који се односе на пружање инвестиционих услуга повезаних с тим финансијским инструментом.

Сва места трговања, односно регулисана тржишта, МТП и организоване трговачке платформе (ОТП), треба да утврде транспарентна и недискриминирајућа правила којима се уређује приступ на та места.

Одредбе овог закона детаљно прописују обавезе организатора тржишта који управљају МТП-ом и ОТП-ом.

Закон такође уређује тржиште раста МСП као специјални сегмент МТП-а који би малим или средњим подuzeћима олакшао приступ капиталу. Организатор тржишта, након што испуни захтеве прописане одредбама Нацрта закона о тржишту капитала, може се регистровати као тржиште раста МСП-а, пре свега да су најмање 50% издавалаца, чији су финансијски инструменти укључени у трговање на МТП-у, мала и средња предузећа у време регистрације МТП-а као тржиште раста МСП-а и у свим наредним календарским годинама. Тиме се непосредно олакшава приступ тржиштима капитала за МСП-ове, истовремено осигуравајући поверење инвеститора у улагања у таква друштва,

У циљу усклађивања са домаћим прописима и захтевима учесника на домаћем тржишту, у текст Нацрта закона пренесене су одредбе које уређује овлашћене банке, а које ће остати у примени

до уласка у чланство Европске уније. Одредбама које имају одложену примену, уређено је да од момента уласка у чланство Европске уније, кредитним институцијама које имају одобрење за рад у складу са законом који уређује банке неће бити потребно додатно одобрење за пружање инвестиционих услуга или обављање инвестиционих активности у складу са овим законом. Имајући у виду ову новину, прецизно је уређено које су одредбе овог закона и у којим ситуацијама, кредитне институције обавезне да примењују до уласка у Европску унију и након пријема у чланство Европске уније.

Одредбе Закона прописују и могућност оснивања и критеријуме за регистрацију нових учесника на тржишту као што су, између осталих, инвестициона друштва која на организован, учестао и поуздан начин тргују за властити рачун када извршавају налоге клијената изван уређеног тржишта, МТП-а или ОТП-а и који се називају систематски интернализатори.

Такође, овај закон уређује и више категорија пружалаца услуге доставе података као што су систем одобрених објава, односно АПА, затим пружалац консолидованих података о трговању, односно ЦТП и овлашћени механизам извештавања, односно АРМ. Увођење система одобрених објава ће побољшати транспарентност трговања и квалитет информација које се објављују ван места трговања (ОТЦ) и знатно допринети да се такви подаци објављују на начин који ће олакшати њихово обједињавање с подацима које објављују места трговања. Захтевом да сви пружаоци консолидованих података о трговању обједињују податке од свих АПА-а и места трговања, обезбеђује се да се тржишна конкуренција одвија на основу квалитета услуга клијентима, а овлашћени механизам извештавања доставља извештаје о појединостима трансакција Комисији у име и за рачун инвестиционих друштава и доприноси информисаности.

С обзиром да се у свету у претходном периоду употреба технологије за трговање битно се развила и сада је у великој мери користе учесници на развијеним тржиштима, у циљу припреме за период који је пред нама, овај закон уређује и алгоритамско трговање у којем компјутерски алгоритам аутоматски одреди аспекте налога с минималним посредовањем човека или без њега, иако ће те одредбе за сада имати одложену примену.

Посебна врста алгоритамског трговања је високофреквентно алгоритамско трговање у којем систем за трговање великом брзином анализира податке или сигнале с тржишта и потом, као одговор на ту анализу, шаље или ажурира велику количину налога у врло кратком времену.

Потенцијални ризици од повећане употребе технологије ублажавају се комбинацијом мера и посебних облика контроле ризика инвестиционих друштва која користе технике алгоритамског или високофреквентног алгоритамског трговања и пружају електронски приступ, као и мере усмерене на оператере места трговања којима таква друштва имају приступ. С обзиром да ова врста трговања подразумева употребу софистициране технологије, одредбе Закона које је уређују имају одложену примену.

Прецизнијим уређењем улоге органа управе инвестиционих друштава, уређених тржишта и пружатеља услуга доставе података, осигурава се добро и одговорно управљање, заштита интегритета тржишта и интереса инвеститора. Закон прописује да је потребно да орган управе инвестиционог друштва, уређених тржишта и пружатеља услуга доставе података стално посвећује довољно времена и да поседује одговарајуће знање, вештине и искуство како би могао разумети активности друштва, укључујући главне ризике.

Органи управе инвестиционих друштава, уређених тржишта и пружатеља услуга доставе података одговорни су током комплетног пословног циклуса друштва, у областима идентификације и дефинисања стратешких циљева друштва, стратегије ризика и унутрашњег управљања друштвом, одобравања његове унутрашње организације, укључујући критерије за избор и оспособљавање запослених, ефикасан надзор вишег руководства, одређивање општих

политика којима се уређује пружање услуга и обављање активности, као и одобрења нових производа за дистрибуцију клијентима.

Злоупотребе тржишта имају штетан ефекат на интегритет тржишта и нарушавају поверење потенцијалних инвеститора у хартије од вредности и изведене финансијске инструменте. Овим законом се обезбеђује да Комисија има сва надзорна и истражна овлашћења потребна за утврђивање злоупотреба на тржишту капитала и могућност да предузима одговарајуће административне мере или изриче административне санкције против лица одговорних за повреде закона. У циљу очувања интегритета тржишта, солидан пруденцијални и законски оквир обављања делатности у финансијском сектору морају бити праћени адекватним системима надзора и санкционисања, а прописане мере и санкције поред репресивног имати и превентивни карактер. Квалификавањем озбиљних облика злоупотребе тржишта као кривичних дела постављају се јасне границе за врсте поступака који се сматрају посебно неприхватљивима и о томе се шаље порука јавности и потенцијалним извршиоцима. У ту сврху закон прецизно уређује кривична дела која су извршила физичка лица, одговорност правних лица и релевантне санкције.

До сада су се одредбе које су уређивале злоупотребе на тржишту односиле на финансијске инструменте укључене у трговање на регулисаном тржишту, односно МТП-у или за које је био поднесен захтев за укључење на ова тржишта. С обзиром на нове трендове у Европи и свету да постоје финансијски инструменти којима се тргује и ван ових тржишта или искључиво ванберзански (ОТЦ), одредбе новог закона ће се примењивати на све финансијске инструменте којима се тргује на уређеном тржишту, МТП-у или ОТП-у, као и на поступке или активности којима се може утицати на такав финансијски инструмент без обзира да ли се спроводе на месту трговања.

У циљу ефикасног откривања случајева трговања на основу привилегованих информација и манипулације на тржишту, закон уређује нова надзорна и истражна овлашћења Комисије као што су могућност:

- приступа просторијама физичких и правних лица у циљу заплене докумената, а у случају оправдане сумње да постоје документи и други подаци повезани с предметом истраге који могу бити значајни за доказивање трговања на основу привилегованих информација или злоупотреба на тржишту, под условом да је Комисија претходно упутила захтев за доставу информација том лицу, по коме оно није поступило.
- захтева постојеће снимке телефонских разговора, евиденције електронских комуникација и друге размене података које чува инвестиционо друштво, кредитна институција или други субјекти надзора, а представљају кључни, а понекад и једини доказ којим се може открити и доказати постојање злоупотреба на тржишту.

Законом се детаљно уређује систем надзора, истрага и санкционисања, с обзиром да је за ефикасно функционисање финансијског сектора потребно да надлежни органи располажу значајним овлашћењима, као и да се те одредбе Закона ефикасно примењују.

Превентивни утицај одлука које доносе надлежни органи на најширу јавност, постиже се њиховим објављивањем, којим се учесницима на тржишту и указује да се конкретне активности сматрају повредама закона и подлежу санкционисању. Међутим, када такво објављивање узрокује несразмерну штету укљученим лицима или угрожава стабилност финансијских тржишта или текуће истраге, надлежни орган може да објави административне мере и санкције на анонимној основи или да одложи њихово објављивање.

Закон ближе уређује неопозивост нетирања и тренутак прихватања налога за пренос новчаних средстава и финансијских инструмената у системима за салдирање хартија од вредности у циљу смањења ризика који су повезани са учешћем у укупном прегледу времена салдирања у

систему за салдирање хартија од вредности, нарочито у ситуацијама када постоји блиска веза тих система са платним системима. Имплементацијом ових одредби у Закон, доприноси се унапређењу унутрашњег тржишта, јер се смањује могућност поремећаја у систему за салдирање хартија од вредности изазваног наступањем неспособности измиривања обавеза учесника у том систему. Учесници у систему за салдирање хартија од вредности или трећа страна могу остваривати сва права или захтеве које имају по закону и произлазе из текуће трансакције у вези са налогом за пренос који је ушао у овај систем, све до момента неопозивости који је дефинисан правилима система за салдирање.

Друге могућности за решавање проблема

Имајући у виду циљеве доношења овог закона, као и проблеме који се њиме решавају, те постојећи нормативни оквир, не постоје друге могућности за решавање наведених проблема.

Зашто је доношење Закона најбоље за решење проблема

Доношење овог закона није само најбоље, већ је, у постојећем нормативном оквиру, и једини начин за решавање проблема тржишта капитала, али и усклађивање са наведеним директивама и уредбама Европске уније. Прописивање обавеза учесника на тржишту и увођење потребних санкција дозвољено је само законом, а и транспозиција овог дела права Европске уније могућа је само на нивоу закона. Законодавни оквир који промовише правну сигурност и економску стабилност додатно подстичу способност тржишта капитала да служи реалној економији.

На кога ће и како највероватније утицати решења у Закону

Закон ће првенствено деловати на инвеститоре на тржишту капитала кроз унапређење еквивалентности домаћих прописа са европским прописима, већу транспарентност, а самим тим и смањење ризика пословања, обезбеђујући тако постепени раст поверења, као и развој и интегритет тржишта капитала. Повећањем транспарентности и квалитета финансијских инструмената вратиће се поверење инвеститора у тржиште, а што ће последично позитивно утицати на повећање броја учесника на домаћем тржишту и на одржив економски раст.

Поред овога, очекује се да ће овај закон имати позитиван ефекат на издаваоце хартија од вредности и брокерско-дилерска друштва кроз јасније уређене процедуре добијања сагласности за јавну понуду, као и дозвола за пружање инвестиционих услуга што све утиче на смањење ризика пословања. Такође, имплементацијом правила која се примењују у Европи и свету, олакшаће се приступ и повећати заинтересованост страних инвеститора за домаће тржиште, што ће утицати и на издаваоце да издају и понуде своје хартије на тржишту у циљу прикупљања потребних финансијских средстава, а све то ће довести до већег промета и развоја тржишта капитала.

Позитивни ефекти односе се и на Комисију, с обзиром на то да се Нацртом закона детаљно уређују и проширују овлашћења ове институције у вршењу надзора и имплементацији прописаних мера и санкција.

Спровођење и праћење Закона неће довести до нових трошкова за Комисију, с обзиром да већ прати спровођење Закона о тржишту капитала и не намећу јој се значајно различите обавезе или надлежности, те неће бити потребе за додатним кадровско-организационим и финансијским променама у циљу праћења примене Закона.

Какве трошкове ће примена Закона створити грађанима и привреди (нарочито малим и средњим предузећима)

Примена овог закона не ствара додатне трошкове грађанима и привреди. За мала и средња предузећа не очекују се никакви трошкови у вези примене Закона, али се очекује повећање броја правних лица као учесника на тржишту капитала, и то за 15% до 2023. године. Док је за одредбе у вези алгоритамског трговања и услуге доставе података предвиђена одложена примена, уређење института инвестиционих препорука доведиће до веће сигурности и заштите, као и јачање поверења инвеститора у домаће тржиште капитала.

Да ли су позитивне последице доношења Закона такве да оправдавају трошкове које ће створити

Решења предложена Законом доприносе хармонизацији домаћег права са правом Европске уније, интегритету тржишта капитала, а тиме и већој макроекономској стабилности и економском развоју Републике Србије, док сама примена Закона не ствара додатне трошкове. Усклађивањем домаћег правног и институционалног оквира са правним тековинама Европске уније обезбедиће се већи степен заштите инвеститора и повећаће се ефикасност тржишта капитала, обезбеђујући већу јасноћу правне регулативе и већи степен правне сигурности.

Директна и индиректна корист за све субјекте регулације од предложеног Закона наведене су у претходним питањима, па их овде нећемо поново наводити. Повећана заштита инвеститора која ће системски бити извршена предложеним Законом којим је транспонована регулатива Европске уније, доведиће посредно до повећавања инвестиционе базе, што ће уз изједначавање услова на домаћем тржишту са условима у региону значајно допринети привлачењу страних инвестиција.

Да ли се Законом подржава стварање нових привредних субјеката на тржишту и тржишна конкуренција

Закон доприноси уређивању тржишта капитала и обезбеђивању интегритета тржишта, чиме се ствара поверење инвеститора у тржиште капитала, што доприноси формирању нових извора финансирања привредне активности поред постојећег доминантног модела финансирања привреде посредством банкарског сектора. Осим што унапређење тржишта капитала може посредно довести до стварања нових привредних субјеката који ће се бавити пружањем услуга на тржишту, овај закон уређује и могућност оснивања нових врста учесника на тржишту капитала међу којима су:

1) више категорија пружалаца услуге доставе података као што су систем одобрених објава, односно АПА, затим пружалац консолидованих података о трговању, односно ЦТП и овлашћени механизам извештавања, односно АРМ.

2) везани заступници,

3) систематски интернализатори,

4) организатори организоване трговачке платформе и други.

Да ли су све заинтересоване стране имале прилику да се изјасне о Закону?

Решењем Министарства финансија број 119-01-00179/2019-16 од 15. маја 2019. године формирана је Радна група за развој тржишта капитала, чије је првенствени циљ припрема Стратегије за развој тржишта капитала, а једна од активности у реализацији овог циља је доношење новог закона који уређује тржиште капитала у складу са прописима ЕУ, али водећи рачуна о степену развијености домаћег тржишта. У раду на припреми овог закона активно су учествовали представници Министарства финансија, Комисије, Народне банке Србије, Београдске берзе, ЦРХОВ-а и Агенције.

Консултације заинтересованих страна углавном су обављене усмено, на састанцима Радне групе, међутим, свим заинтересованим странама пружена је могућност да доставе и писане

примедбе, предлоге и мишљења на предложени Нацрт закона о тржишту капитала. Министарство финансија, након детаљне анализе пристиглих предлога и сугестија, свим заинтересованим странама доставило је текст нацрта овог закона измењен и допуњен у складу са прихваћеним коментарима.

У складу са Закључком 05 Број: 011-9850/2021 Одбора за привреду и финансије Владе Републике Србије од 26. октобар 2021. године, Министарство је спровело Јавну расправу о Нацрту закона о тржишту капитала, у периоду од 29. октобра до 18. новембра 2021. године.

Нацрт овог закона заједно са Програмом јавне расправе и Закључком Одбора за привреду и финансије Владе Републике Србије, био је постављен на интернет презентацији Министарства и на Порталу еУправе. Сви заинтересовани су били у могућности да преузму текст нацрта закона и упознају се са предложеним решењима, као и да доставе примедбе, предлоге и коментаре. Извештај о спроведеној јавној расправи и табела са достављеним предлозима и коментарима, и одговорима Министарства са образложењем прихватања или не прихватања предлога, објављени су на интернет презентацији Министарства 22. новембра 2021. године.

Које ће се мере током примене закона предузети да би се постигло оно што се законом предвиђа?

Комисија има обавезу да усклади своја аката са овим законом у року од шест месеци од дана ступања на снагу овог закона. Узимајући у обзир обим измена, предложени рок за усклађивање је процењен као оптималан.

Нацртом Закона о тржишту капитала превиђен је рок од девет месеци од дана ступања на снагу да ЦРХОВ, АОД и Београдска берза организују и ускладе своја акта са одредбама овог закона. Такође, кредитне институције, односно овлашћене банке, су дужне да своје пословање и акта ускладе са одредбама Нацрта закона о тржишту капитала и одговарајућим актима Комисије, у року од годину дана од дана ступања на снагу закона.

План активности за спровођење мера и праћења остварења истих врши се кроз извештавање Комисије од стране субјеката на тржишту кроз већ успостављене оквире међуинституционалне сарадње, те праћењем ефеката предложених измена кроз агрегацију података прикупљених за потребе годишњег извештавања Комисије. Све наведено не ствара потребу за новим кадровским, организационим и финансијским капацитетима. Такође, истичемо да интеринституционална сарадња са ЦРХОВ-ом и Београдском берзом већ постоји, па ни на овом пољу неће бити потребе за променама и евентуалним директним или индиректним трошковима. У року од шест, односно девет месеци од дана ступања на снагу новог Закона о тржишту капитала, надлежне институције ће доставити, пре усвајања подзаконских аката, Републичком секретаријату за јавне политике попуњене обрасце са наведеним описом поступка, све његове битне елементе, сврху поступка, као и на који начини ће се поступак спроводити од почетка до краја, а све у циљу спровођења претходне контроле усклађености поступка са начелима уређења и спровођења административног поступка.

У вези са предвиђеним административним поступацима, тачан обим потребних организационих, кадровских и административних унапређења биће могуће утврдити након почетка примене овог закона.