

IV. АНАЛИЗА ЕФЕКТА ЗАКОНА

- Одређење проблема које Нацрт закона треба да реши

Овим Нацртом закона даје се законодавни и институционални оквир за што адекватније и потпуније регулисање тржишта капитала у Републици Србији, а у складу са одговарајућом регулативом ЕУ из ове области.

Важећи Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената („Службени гласник РС”, број 47/06) ступио је на снагу 10. јуна 2006. године, а почео је са применом 10. децембра 2006. године - (у даљем тексту: Закон), поставио је солидне темеље за функционисање тржишта хартија од вредности и свих овлашћених учесника на тржишту у Републици Србији.

С обзиром на време када је наведени закон донет, а имајући у виду околности у којима је домаће тржиште хартија од вредности функционисало, овај закон је представљао само међуфазу у креирању домаће правне регулативе из ове области узимајући у обзир процесе европске интеграције у које се Република Србија све интензивније укључује.

Стога је било неопходно предузети активности ради израде новог закона који регулише тржиште капитала, а који ће се у потребној мери усагласити са одговарајућом међународном регулативом у циљу усклађивања домаће легислативе са директивама ЕУ.

Поред усаглашавања са одговарајућим напред наредним директивама, новим законом постиже се и висок степен усаглашености са ИОСЦО принципима, пре свега у смислу да је Комисији за хартије од вредности као надзорном органу дат потребан степен самосталности и независности, те да су на одговарајући начин прописане организација и надлежности Комисије у поступку спровођења примене овог закона. Осим тога, проширене су мере које Комисија треба да спроводи у поступку надзора, а све то обезбеђује квалитетније и ефикасније спровођење неопходних активности и доприноси успостављању потребног интегритета овог надзорног органа. Надлежности и одобрења Комисије односе се и на области које су најважније за заштиту инвеститора, као што је и увођење надзора над управљањем и функционисањем Фонда за заштиту инвеститора. Уводи се надзор над инвестиционим друштвима на основу ризика и обима пословања која поједина инвестициона друштва остварују. Прописана је и проширена обавеза Комисије да води разне врсте регистара, као и да их објављује на својој интернет страници, као што су: јавни регистар издавалаца којима је Комисија одобрила објављивање проспекта за јавну понуду и чији су финансијски инструменти укључени у трговање на регулисано тржиште или МТП, регистар јавних друштава, финансијских извештаја, годишњих, полугодишњих и кварталних

препор.

је довело до тога да око 4,8 милиона грађана, односно око 65% укупне популације, тренутно поседује акције по овом закону. Већим делом новопечени акционари немају никаква предзнања из ове области, нити искуства у погледу акционарства.

Тренутно је на Београдској берзи укључено у трговање 1.616 издавалаца акција, од чега је у току првих девет месеци трговано само са акцијама 582 издавалаца. Код великог броја издавалаца након укључења у трговање на берзу није се развило активније трговање, што управо показује и наведени податак да је само трећина акција имала активно трговање ове године.

Предлагач закона је покушао да нађе компромисно решење које би ишло у правцу усклађивања домаће регулативе са законодавством ЕУ, али постепеним прилагођавањем уз што мање последице по домаће финансијско тржиште чије су наведене особине карактеристичне за финансијска тржишта земаља у транзицији. Предлагач је при доношењу предложеног решења имао у виду последице које би могле имати измене закона у смислу степена усклађивања са директивама ЕУ на вредност акција већ приватизованих компанија које су сада укључене у трговање на Београдској берзи.

Из горе наведених разлога је управо и предложено решење по којем се акције компанија са већим бројем акционара од 10.000 не могу искључити са транспарентног тржишта у виду регулисаног тржишта, односно МТП. Тиме се штите интереси мањинских акционара који у нашој земљи представљају већи део популације.

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

Такође, важно је напоменути да остала привредна друштва која ће тек бити приватизована неће имати обавезу да буду укључена у трговање на берзи уколико имају испод 10.000 акционара. Одлука о укључењу у трговање на берзи биће добровољна за ове компаније, будући да је већи део друштвеног капитала већ приватизован, као и да су грађанима подељене бесплатне акције по закону којим се уређује право на бесплатне акције.

У односу на важећи закон, извршена је измена у погледу структуре берзе на којој се тргује финансијским инструментима. С тим у вези, успостављена је нова структура која подразумева да постоји регулисано тржиште и мултилатерална трговачка платформа. Регулисано тржиште је уређено на начин да у потпуности преноси одредбе директива ЕУ.

Овим нацртом закона напушта се начело концентрације за дужничке хартије од вредности које подразумева да постоји једно централно место на коме се спаја понуда и тражња за хартијама од вредности. Трговање дужничким хартијама од вредности ће се одвијати слободно. То значи да предвиђено решење омогућава да се трговање дужничким хартијама од вредности може обављати истовремено и на регулисаном тржишту, МТП, ОТЦ тржишту или купопродајним уговорима. У оквиру одредби које се односе на израду и садржину проспекта којим се хартије од вредности јавно нуде или укључују у трговање на регулисаном тржиште, односно МТП, предвиђено је да, уколико се проспект односи на укључивање у трговање дужничких хартија од вредности чија појединачна номинална вредност износи најмање 50.000 евра у динарској противвредности, не постоји обавеза састављања скраћеног проспекта. Ово

представља додатни стимуланс и подршку како за издаваоце, тако и за потенцијалне инвеститоре који купују дужничке хартије од вредности.

Поред тога, на потпуно нов начин су прописане одредбе које се односе на валидност проспекта, тако да је проспект за упућивање јавне понуде или укључење у трговање на регулисано тржиште, односно МТП валидан у периоду од 12 месеци након објављивања, под условом да је проспект допуњен, по потреби, додатком проспекта с новим информацијама о издаваоцу и хартијама од вредности које ће бити у јавној понуди или укључене на регулисано тржиште, односно МТП. То подразумева издавање хартија од вредности у току 12 месеци само на основу једног проспекта чије објављивање одобрава Комисија за хартије од вредности. Наравно, уколико се у том периоду догоде значајне измене, неопходно је само за те измене додатно иновирати у проспект. На овај начин извршено је поједностављење процедуре, што истовремено подразумева рационализацију овог поступка, као и уштеде у времену и трошковима који из тога произилазе.

Скрећемо пажњу и на одредбе овог закона којима се на одговарајући начин прописује могућност да се хартије од вредности домаћих издавалаца нуде на иностраном тржишту. У оквиру ових одредби прописано је да се власничке хартије од вредности домаћих издавалаца могу јавно нудити на иностраном тржишту уколико је том издаваоцу одобрено објављивање проспекта за јавну понуду или за укључење хартија од вредности на регулисано тржиште, односно МТП у Републици, и у том случају се Комисији доставља благовремено обавештење. Издавалац може да укључи власничке хартије од вредности ван Републике, и то уколико оне не испуњавају законом прописане услове за одобравање објављивања проспекта или за укључење на регулисано тржиште, односно МТП у Републици, а уз претходну сагласност Комисије. Такође је предвиђено да издаваоци могу без одобрења Комисије ван Републике да нуде или укључују у секундарно трговање своје дужничке хартије од вредности или депозитне потврде које се односе на те дужничке хартије од вредности, као и да нуде хартије од вредности са или без одобрења објављивања проспекта или укључују у секундарно трговање.

На овај начин створене су нове могућности за издаваоце да своје хартије како власничке, тако и дужничке, учине атрактивним за већи број инвеститора, као и да им се на тај начин повећа могућност за ефикасније и стабилније пословање и реализацију одређених инвестиционих пројеката.

Значајна пажња је посвећена састављању, одобрењу и објављивању проспекта за упућивање јавне понуде хартија од вредности или за њихово укључивање на одређено тржиште. С тим у вези, а у складу са Директивом о проспекту, детаљно су разрађене одредбе које се односе на врсте проспеката, њихову садржин и форму, начин објављивања и оглашавања, одговорност одређених лица у вези са састављањем и објављивањем проспекта, као и све потребне изузетке у вези њихове примене. Поред осталог, одредбе које се односе на изузетке од обавезе објављивања проспекта, прописане су тако да су детаљно наведене врсте јавних понуда за које објављивање проспекта није обавезно, као и врсте хартија од вредности за које објављивање проспекта није обавезно приликом укључења на регулисано тржиште, односно МТП. Ове одредбе ће значајно допринети смањењу трошкова који се односе на издаваоца ових хартија од вредности, као и смањењу послова администраирања који се односе на организатора тржишта, а у вези са пријемом, обрадом и

објављивањем одређених проспеката. Такође, у овом делу је детаљно разрађен и статус квалификованих инвеститора, у смислу навођења правних лица која тај статус добијају ступањем на снагу овог закона, као и навођењем јасних критеријумима за правна лица која тај статус могу стећи на начин који ближе уређује Комисија својим актом.

Одредбе које се односе на обавезе јавних друштава да извештавају о свом пословању такође су значајно побољшане, обезбеђују ефикасно, транспарентно, благовремено и истинито извештавање јавности, што доприноси већем степену заштите инвеститора. Поред тога, финансијско извештавање јавних друштава је прецизно регулисано и у складу са Директивом о транспарентности. Врсте финансијских извештаја, као и рокови за њихово састављање и објављивање од стране јавног друштва, прописани су у зависности од врсте тржишта на коме се тргује одређеним хартијама од вредности, као и од врсте и карактера самих хартија од вредности.

У оквиру одредаба које се односе на инвестициона друштва у која спадају брокерско-дилерска друштва и овлашћене банке, јасно је прописано њихово оснивање и услови за обављање делатности, као и обављање послова осталих лиценцираних учесника на тржишту. Брокерско дилерска друштва су дужна да трајно одржавају минимални капитал за обављање делатности и пружање услуга, у складу са прописима Комисије. Одређен је ниво потребног минималног капитала у складу са инвестиционим услугама и активностима које инвестиционо друштво пружа и креће се у распону од 125.000 до 730.000 евра у динарској противвредности, у складу са директивом ЕУ.

У складу са одредбама које се односе на потребну адекватност капитала ових друштава, посебна пажња у закону је посвећена уређењу одредби које се односе на управљање ризиком. С тим у вези, прописано је да, капитал брокерско-дилерског друштва мора увек да одговара износу капитала који је потребан за покриће његових обавеза и могућних губитака због ризика којима је брокерско-дилерско друштво изложено у свом пословању и како се не би нанела штета клијентима или учесницима у трансакцијама са овим друштвом. Брокерско-дилерско друштво је дужно да израчунава износ капитала, ризике и изложеност на начин који прописан актом Комисије. Управљање ризицима подразумева скуп радњи и метода за утврђивање, мерење, праћење ризика, укључујући и извештавање о ризицима којима је брокерско-дилерско друштво изложено или би могло бити изложено у свом пословању. Такође је предвиђено да брокерско-дилерско друштво идентификује, мери и процењује ризике којима је изложено у свом пословању и управља тим ризицима. У склопу ових одредби јасно су наведене и обрађене врсте ризика којима је инвестиционо друштво изложено у свом пословању, као што су: тржишни ризици, кредитни ризик, ризик ликвидности, оперативни ризици и ризици изложености према једном лицу или групи повезаних лица.

Додатно су разрађене одредбе о вођењу новчаних рачуна од стране брокерско дилерских друштава, како би се отклонили постојећи недостаци у регулативи за техничко спровођење ових одредби. С тим у вези, овим законом предвиђено је да брокерско-дилерско друштво које има дозволу Комисије да води новчане рачуне за своје клијенте, дужно је да код кредитне институције - члана Централног регистра отвори новчани рачун клијената који је одвојен од новчаног рачуна друштва, а посебна сагласност клијента или овлашћење за отварање рачуна са новчаним средствима није неопходна.

Инвестиционо друштво може користити један или више рачуна за новчана средства клијената и дужно је да у континуитету води тачну евиденцију о средствима сваког од клијената која се држе на збирном рачуну. Клијент има право да услуге отварања и вођења новчаног рачуна користи или директно код кредитне институције - члана Централног регистра или код брокерско-дилерског друштва које има дозволу Комисије да води новчане рачуне клијената.

Важно је напоменити да средства с новчаног рачуна клијената инвестиционо друштво може да користи само за плаћање обавеза у вези са инвестиционим услугама и активностима, као и додатним услугама које обавља за клијенте и не могу се користити за плаћање обавеза другог клијента.

У закону је уведен потпуно нови институт под називом Фонд за заштиту инвеститора. Овај фонд има за циљ пре свега да заштити интересе инвеститора, односно клијената чија су средства или финансијски инструменти изложени ризику у случају стечаја инвестиционог друштва, кредитне институције или друштва за управљање који обављају услуге или активности предвиђене овим законом. Чланство у Фонду је обавезно за инвестиционо друштво које је овлашћено да држи новчана средства клијената, односно када обавља одређене услуге, кредитна институција која обавља додатне услуге, као и друштво за управљање када обавља одређене активности, односно пружа услуге управљања портфолиом клијентима који нису инвестициони фондови и када је овлашћено да држи новчана средства, односно финансијске инструменте клијента. Иницијални допринос члана Фонда износи 5.000 евра у динарској противвредности. Потраживања клијената осигурана су до вредности од 20.000 евра у динарској противвредности по клијенту члана Фонда. Клијент члана Фонда, чија су потраживања заштићена одредбама овог закона, је свако физичко или правно лице чија потраживања испуњавају услове прописане овим законом. На овај начин предлагач је створио могућности за одговорније и стабилније пословање лиценцираних субјеката на тржишту капитала, као и већу заштиту интереса инвеститора.

Поред тога, скрећемо пажњу на још једну новину у закону, а која се односи на прописивање одредби којима се уређују препоруке. Препорука значи истраживање или другу информацију којом се изричито или прећутно препоручује или предлаже стратегија улагања у погледу једног или више финансијских инструмената, односно издавалаца финансијских инструмената, укључујући свако мишљење о тренутној или будућој вредности и цени тих инструмената намењених дистрибуционом каналу или јавности. С тим у вези, давалац препорука је физичко или правно лице које израђује или дистрибуира препоруке при обављању своје професије или своје пословне делатности, а дистрибуциони канал је канал путем којег информација постаје јавно доступна или ће приступ информацији имати велики број лица. Предвиђено је да Комисија актом ближе прописује шта се сматра изричитом односно прећутном препоруком. Овим законом су између осталог уређена, општа правила за садржину препорука, обавеза даваоца препоруке да обелодани све односе и околности за које се у разумној мери може очекивати да ће нарушити објективност препоруке, прописани су изузеци на које се на примењују ове одредбе, одговорност за дистрибуцију препорука, као и надзорне мере које спроводи Комисија у вези са овим одредбама.

- Циљеви који се постижу његовим доношењем

Имајући у виду основне циљеве овог закона који се односе на усклађивање са регулативом ЕУ, већу заштиту инвеститора, обезбеђење праведног, ефикасног и транспарентног тржишта капитала, као и смањење системског ризика на наведеном тржишту, законодавац је припремио овај Нацрта закона са намером да се на свеобухватан и конзистентан начин, а у складу са одговарајућом домаћом и међународном регулативом из ове области, уреди пре свега, трговање хартијама од вредности јавних друштава, оснивање и пословање свих овлашћених учесника на тржишту, обезбеди транспарентније, сигурније и ефикасније функционисање самог тржишта капитала, као и да се омогући адекватнији и ефикаснији надзор надлежних органа у поступку примене закона.

- Које су друге могућности за решавање проблема?

Приликом израде Нацрта закона законодавац није био у могућности да разматра друга решења која се односе на тржиште капитала, финансијске инструменте којима се тргује на овом тржишту, све учеснике на тржишту капитала, као и надлежности надзорног органа, јер су предложена решења предмет регулисања закона.

- Зашто је доношење акта најбоље за решавање проблема?

Предложене одредбе се односе на материју која се најефикасније и најтранспарентније регулише законом, тако да је процењено да се на овај начин јасно и недвосмислено ствара одговарајући правни оквир за адекватније и сврсисходније уређивање ове области, као и да се врши неопходно усклађивање са одговарајућом домаћом и међународном регулативом.

- На кога ће и како највероватније утицати решења у Закону?

Нацрт закона ће имати позитиван утицај не само на само тржиште капитала и све његове учеснике, већ и на пословање реалног сектора и на привреду у целини. У том смислу, он представља значајан допринос за развој и побољшање корпоративног управљања, с обзиром на транспарентније и извештавање јавних друштава, а самим тим и на свест менаџмента које управљају овим друштвима. Предложена решења ће омогућити издаваоцима и инвеститорима да имају јасна сазнања о стању условима и начину функционисања одређених сегмената на тржишту капитала, као и да могу на основу прикупљених информација донети одговарајућу одлуку у вези са издавањем хартија од вредности или инвестирањем у одређене хартије од вредности.

Адекватним прописивањем обавеза које се односе на финансијско извештавање и јавно објављивање прописаних информација, као и ефикасним спречавањем и санкционисањем злоупотреба на тржишту, побољшаће се финансијска дисциплина учесника на тржишту и омогућити боља заштита интереса домаћих и страних инвеститора.

Одредбе које дозвољавају одређеним друштвима да се њиховим акцијама више не тргује на берзи, доприносе и рационалнијем и мање скупом пословању ових субјеката.

Проширење надлежности и мера у надзору које се односе на Комисију за хартије од вредности, допринеће њеној већој независности и самосталности, а у

циљу ефикасног и благовременог уочавања и отклањања одређених неправилности на тржишту капитала.

- Који су трошкови које ће примена закона изазвати грађанима и привреди посебно малим и средњим предузећима

Примена овог акта неће изазвати ни грађанима ни привреди издвајање додатних трошкова.

- Да ли доношење закона стимулише појаву нових привредних субјеката на тржишту и тржишну конкуренцију?

Доношење овог закона не стимулише непосредно појаву нових привредних субјеката, већ посредно, бољим уређењем финансијског тржишта.

- Да ли су заинтересоване стране имале прилику да изнесу своје ставове о Нацрту закона?

При изради Нацрта закона тражени су и узети у обзир предлози и сугестије свих релевантних субјеката и то: надлежних министарстава, Комисије за хартије од вредности, Народне банке Србије, Београдске берзе, Централног регистра, депо и клиринг хартија од вредности, представника брокерско-дилерских друштава и овлашћених банака, кастоди банака, који су имали прилику да изнесу своје ставове и сугестије. Организована је и јавна расправа.

- Које ће мере током примене акта бити предузете да би се остварили разлози доношења акта?

С обзиром да је примена закона условљена доношењем подзаконских аката Комисије и организатора тржишта, претпоставка за примену јесте доношење тих аката у догледно време.

V. ПРОЦЕНА ИЗНОСА ФИНАНСИЈСКИХ СРЕДСТАВА ПОТРЕБНИХ ЗА СПРОВОЂЕЊЕ ЗАКОНА

За спровођење овог закона није потребно обезбедити додатна финансијска средства у буџету Републике Србије.

