

GOST AUTOR

Da li je novi Zakon o tržištu kapitala došao u pravo vreme?

Zoran Ćirović, predsednik Komisije za hartije od vrednosti

Novi Zakon o tržištu kapitala stupio je na snagu 17. maja i počeo je da se primenjuje od 17. novembra prošle godine. Na ovaj zakon dugo smo čekali s obzirom na to da je proces njegove pripreme trajao pune dve godine. To je, s jedne strane, i razumljivo, imajući u vidu da je reč o važnom sistemskom zakonu koji je uveo značajne, a u nekim segmentima i revolucionarne, novine na naše tržište kapitala. Zakon je u najvećoj meri usaglašen sa direktivama EU, kao i IOSCO¹ principima, na čije poštovanje smo se obavezali pristupanjem u punopravno članstvo ove međunarodne organizacije. Opšti utisak stručne javnosti je da smo dobili moderan i kvalitetan zakon koji ne samo deklarativno već i u suštinskom smislu doprinosi boljoj zaštiti investitora, obezbeđuje uslove za funkcionisanje pravednog, efikasnog i transparentnog tržišta kapitala, kao i smanjenje sistemskog rizika na tržištu.

U međuvremenu, svet je zahvatila ekonomska i finansijska kriza, koja se u velikoj meri osetila i na našem tržištu kapitala. Ne treba da zavarava podatak o povećanju broja transakcija na Beogradskoj berzi za skoro 10 puta u odnosu na 2007. godinu, jer je to posledica trgovanja besplatno podeljenim akcijama NIS-a i Aerodroma Beograd. Kada se pogleda promet, koji se smanjio za više od tri puta, ili tržišna kapitalizacija berze, koja se više nego prepolovila, odnosno opala je sa 16 na ispod 8 milijardi evra, vide se prave razmere krize i sve težeg položaja učesnika na domaćem finansijskom tržištu. Broj brokersko-dilerskih društava smanjio se sa 74 na 42 u posmatranom periodu, a trend daljeg opadanja njihovog broja može se očekivati i u budućnosti (bilo putem gašenja, bilo posredstvom procesa spajanja ovih institucija).

Brokersko-dilerskim društvima su novim Zakonom data znatno veća ovlašćenja. Ona se sada mogu baviti, osim standardnim uslugama posredovanja, dilerskog trgovanja, uslugama agenta i pokrovitelja emisije, investicionog savetovanja i upravljanja portfolijom, i novim

uslugama koje im dosadašnji Zakon o tržištu hartija od vrednosti nije dozvoljavao. Reč je, pre svega, o mogućnosti organizovanja multilateralne trgovačke platforme (MTP)², kao i o administriranju novčanim sredstvima i kolateralom.

Novi Zakon postavlja više pragove u pogledu kapitala potrebnog za poslovanje investicionih društava. Umesto dosadašnjih kapitalnih cenzusa, koji su se kretali u rasponu od 50.000 do 300.000 evra, novi kapitalni cenzusi idu od 125.000 pa do 730.000 evra. Ovi zahtevi u pogledu minimalnog kapitala faktički pogađaju samo brokersko-dilerska društva, pošto ovlašćene banke nemaju svojstvo pravnog lica, već predstavljaju organizacione delove kreditnih institucija kojima pripadaju.

Ostaje da se vidi da li će neko brokersko-dilersko društvo podneti zahtev Komisiji za hartije od vrednosti za dobijanje dozvole za rad kao organizator MTP-a. To bi svakako moglo doprineti većoj konkurentnosti tržišta, a time i snižavanju troškova trgovanja.

Takođe, veliko je pitanje koliko će se brokersko-dilerskih društava u praksi odlučiti da iskoristi zakonsku mogućnost vođenja novčanih računa klijenata. Ovde su ovlašćene banke u velikoj prednosti s obzirom na to da kreditne institucije kojima pripadaju već imaju instalirane softvere za ove namene, kao i kompletnu analitiku i procedure, što sve zajedno predstavlja prilično značajnu finansijsku investiciju.

Za razliku od prethodnog Zakona, po kome su brokersko-dilerska društva mogla da zaključe ugovor s drugim pravnim licem da u njihovo ime i za njihov račun prima naloge klijenata, novi Zakon nalaže brokersko-dilerskim društvima da naloge mogu primati samo u svojim prostorijama, odnosno u filijalama (koje, da bi dobile dozvolu, moraju proći isti postupak kod Komisije za hartije od vrednosti kao i samo brokersko-dilersko društvo) ili u drugom brokersko-dilerskom društvu. Banke i dalje mogu koristiti mrežu svojih ekspozitura bez posebne saglasnosti Komisije.

¹ IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) – Međunarodna organizacija komisija za hartije od vrednosti je institucija koja postepeno razvija i funkciju nadnacionalnog regulatora.

² Novi Zakon daje mogućnost Berzi, ali i brokersko-dilerskim društvima da budu organizatori multilateralne trgovačke platforme.

Evidentno je da su u mnogim segmentima poslovanja banke u daleko povlašćenijem položaju u odnosu na brokersko-dilerska društva, što svakako ne doprinosi podizanju konkurentnosti investicionih društava u celini.

Prvi put na našem tržištu kapitala imamo Fond za zaštitu investitora. Osnovna svrha Fonda jeste zaštita investitora čija su sredstva ili finansijski instrumenti izloženi riziku u slučaju stečaja investicionog društva, kreditne institucije ili društva za upravljanje. Članovi Fonda su investiciona društva (brokersko-dilerska društva i ovlašćene banke), kreditne institucije (kastodi banke) i društva za upravljanje. Fondom za zaštitu investitora upravlja Agencija za osiguranje depozita, koja već organizuje Fond za osiguranje bankarskih depozita i upravlja njime. Nadzor nad upravljanjem Fondom za zaštitu investitora obavlja Komisija za hartije od vrednosti. Sredstva klijenata Fonda – fizičkih i pravnih lica – osigurana su do vrednosti od 20.000 evra po klijentu.

Uvođenje ove novine na naše finansijsko tržište je neosporno veliki korak napred ka boljoj zaštiti investitora i smanjenju sistemskog rizika na tržištu. Postavlja se, međutim, pitanje da li su brokersko-dilerska društva sada u situaciji da na bazi uplata inicijalnih, ali i kasnijih redovnih (a po potrebi i vanrednih) doprinosa ovaj Fond adekvatno popune. Treba imati u vidu značajno povišene kapitalne cenzuse za brokersko-dilerska društva, kao i nova finansijska ulaganja kojima su izložena ukoliko žele da koriste neke od dodatnih usluga koje im novi Zakon omogućava. S druge strane, prihvodi koje ovi tržišni učesnici ostvaruju direktno zavise od obima prometa na našem tržištu kapitala, a dobro je poznato koliko su oni trenutno niski.

Novi Zakon o tržištu kapitala daje znatno veća ovlašćenja Komisiji za hartije od vrednosti kao nacionalnom tržišnom regulatoru. Prvi put se uvodi institut krivičnog dela za tržišne manipulacije, korišćenje, prikrivanje i preporučivanje insajderskih informacija, kao i za neovlašćeno pružanje investicionih usluga. Propisane su vrlo oštre zatvorske i novčane kazne za prekršioce. Time se stvaraju uslovi za uvođenje reda na domaće tržište kapitala, jer ovakve sankcije imaju i snažno preventivno dejstvo.

Sumirajući dosadašnja razmatranja, možemo da konstatujemo da smo – možda sa izvesnim zakašnjenjem – dobili dobar, moderan i kvalitetan Zakon o tržištu kapitala. To svakako jeste potreban, ali ne i dovoljan uslov za dalji razvoj domaćeg finansijskog tržišta.

Posmatrajući promet na celokupnom finansijskom tržištu u Srbiji, dolazimo do zaključka da berzanski pro-

met čini zanemarljivih 1,1 odsto ukupnog prometa. To je prevashodno rezultat masivnih emisija državnih hartija od vrednosti – trezorskih zapisa i obveznica različitih ročnosti, kao i blagajničkih zapisa Narodne banke Srbije. Dok se zapisi NBS koriste isključivo radi kolateralizacije kod repo aranžmana sa poslovnim bankama (što je, po prirodi stvari, odvojen tržišni segment), trezorski zapisi su namenjeni širokom krugu investitora (uključujući pravna i fizička lica). Sekundarno trgovanje ovim zapisima obavlja se vrlo sporadično, i to isključivo vanberzanski. Od državnih hartija od vrednosti jedino su obveznice stare devizne štednje prisutne na berzi, što svakako nije dovoljno, i trebalo bi razmisliti o uvođenju još nekih kvalitetnih dužničkih papira na organizovano tržište kapitala. Uostalom, poslednja serija obveznica stare devizne štednje dospeva 2016. godine, a njih bi mogle da zamene obveznice restitucije, koje bi, po navjama, trebalo da krenu od 2015. godine.

Grad Novi Sad je sredinom prošle godine realizovao prvu tranšu municipalnih obveznica za finansiranje projekata iz oblasti lokalne putne infrastrukture i izgradnje kanalizacione mreže. Ovo je izuzetno pozitivan signal za dalji razvoj tržišta uvođenjem novih tipova kvalitetnih dužničkih hartija od vrednosti, a postoje najave iz Stalne konferencije gradova i opština da se i neke druge lokalne samouprave spremaju za slične emisije. Najšira investiciona javnost dobila je mogućnost da investira u ove papire, s obzirom na to da je poslednjim izmenama Zakona o javnom dugu omogućeno svim domaćim i stranim pravnim i fizičkim licima da se uključe u trgovanje municipalnim obveznicama (a ne samo profesionalnim investitorima, kako je bilo ranije).

Postoji velika verovatnoća da ćemo uskoro na našem finansijskom tržištu imati prve dinarske obveznice međunarodnih finansijskih institucija (EBRD već duže vreme pokazuje zainteresovanost), a, po svemu sudeći, i nekih domaćih poslovnih banaka. Ovi papiri, koje će izdavati prvoklasni emitenti, trebalo bi da pruže „sigurno utočište“ prvenstveno riziko-averznom profesionalnim investitorima, koji upravo u uslovima opšte nestabilnosti na tržištu traže nove mogućnosti za svoje finansijske plasmane.

Bez obzira na to što novi Zakon daje mogućnost trgovanja dužničkim papirima i na berzi i van nje, vrlo je važno da se veći broj ovih hartija od vrednosti nađe na berzi, jer će se jedino tako trgovanje obavljati potpuno transparentno, obezbediće se veća likvidnost, postojaće mogućnost utvrđivanja fer vrednosti finansijskih instrumenata i stvaraće se uslovi za konstruisanje različitih kriva prinosa.