

4. ОРГАНИЗАЦИЈА ТРГОВИНЕ ВРЕДНОСНИЦАМА ПО НОВОМ ЗАКОНУ СРБИЈЕ

4.1. Стање тржишта вредносница

Србија је 9. маја 2011. год. донела Закон о тржишту капитала (даље у тексту: нови закон), којим се за шест месеци по његовом ступању на снагу (10. новембар 2011. год.) укида важећи Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената из 2006. год. (у даљем тексту: стари закон). Тиме би требало да престане један насилан закон којим је држава натерала превилик број друштава да буду јавна друштва, као и да се укључе на јавно и организовано тржиште, за шта нису била спремна ни економски ни стручно. Последица је око 1500 јавних друштава са седиштем у Србији, од којих је само пет на првом тржишту Београдске берзе, као једине српске ефектне берзе, три на другом, а сва остала су на организованом ванберзанском тржишту. Заједничка особина свих српских јавних друштава јесте толико слаба трговина акцијама да то може да служи за подсмех.¹ Овакво стање траје од кад су друштва принуђена на укључивање у јавну трговину (почев од 2002. год.), а нарочито у последње три године.

Влада истиче да су узроци ове кризе слаб избор ваљаних вредносница на тржишту, што би требало да буде решено новим законом, и светска економска криза.² Међутим, сигурно је да то нису узроци, већ да су узроци структура капитала у нашим акционарским друштвима и опште економско стање наше земље. Наиме, светска економска криза не може да буде узрок толико слабог промета у берзи, јер она погађа пре свега земље са великим извозом. Такве земље губе страна тржишта услед кризе, јер купци у увозничким земљама губе куповну моћ. Србија је претежно увозничка земља, а углавном извози оно што се увек тражи на светском тржишту, као што су храна и сировине. Ни слаб избор врста вредносница не може да буде узрок кризе домаће берзе, јер се свуда у свету највише тргује акцијама и обвезницама, које већ тридесетак година постоје код нас. Значи да узроци кризе наше берзе нису они које наводи Влада, већ неки други. Они су бројни, али се издвајају два главна.

Прво, структура капитала већине наших стабилних издавалаца (лоше издаваоце не треба ни рачунати) јесте таква да су у њима владајућа учешћа (тзв. контролни пакети) сконцентрисана у рукама малог броја великих акционара. То им је омогућио систем принудне и сконцентрисане приватизације усвојен у Србији у 2001. год., као и систем принудне јавности акционарских друштава и олаког преузимања контроле у њима по Закону о тржишту хартија из 2002. год. Велики акционари приходе „својих“ друштава присвајају за себе на разне начине, без исказивања добити у годишњим обрачунима друштва, тако да се дивиденде не исплаћују малим акционарима, ако их уопште има. Без исплата дивиденди, које би биле веће него што су камате на штедне улоге у банкама, ниједан нормалан улагач неће да купује акције. Ако купује, он је обичан рачунџија, односно играч на промену курса, као што су кладионичари. Свакако да такви улагачи не могу да створе масовно и стабилно тржиште вредносница.

Други узрок кризе су велике злоупотребе поверења неуких домаћих улагача које су извршили професионалци (трговци и инвестициони фондови) у време пре падања берзе у кризу. Наиме, они су подигли цене акција „привлачнијих“ домаћих издавалаца знатно изнад стварних вредности, подигавши тражњу домаћих неискусних и неуких

¹ Тако је на дан 29. јуна 2011. год. укупна вредност трговине свим вредносницама (акције и обвезнице) на свим тржиштима Београдске берзе (прво и друго берзанско и ванберзанско) била само 47.982.000 дин., што је око 470.330 евра, и то по основу само 4.009 обављених купопродаја. Вид. http://www.belex.rs/trgovanje/dnevni_podaci

² Вид. <http://www.mfin.gov.rs/pages/article.php?id=7417> од 29. јуна 2011.

улагача. У време врхунца „бума“ у Београдској берзи, акције су продале по текућим превисоким ценама домаћим улагачима, а онда престали да их купују, при чему су новац стечен продајом по превисоким ценама углавном однели у иностранство. Тиме је тражња битно пала, чиме ју је понуда знатно превазишла, што је изазвало пад цена и велике губитке домаћим улагачима, као имаоцима акција. Не могавши да улоге поврате, а не добијајући дивиденде од издавалаца, свакако да су изгубили поверење у домаћу берзу, које се вероватно неће повратити дуги низ година.³

4.2. Суштина организације тржишта у Србији

Организација тржишта вредносница у Србији се наизглед Законом о тржишту капитала уподобљава оној у Европској унији, чиме се прелази са досадашњег неслободног (државно управљачког) на слободно тржиште, без претераног мешања државе у одвијање трговине. Разликују се регулисано (уређено) тржиште и мултилатерална трговачка платформа, као организована тржишта, са једне стране, и ОТП тржиште, као неорганизовано ванберзанско тржиште, са друге стране.⁴ Мултилатерална трговачка платформа (даље у тексту: МТП) јесте, у ствари, оно што се Упутством ЕУ о тржиштима вредносница назива средством вишестране трговине. Издавалац не мора да буде јавно друштво као што је морао по старом закону. Али, ако јесте јавно друштво односно јавни издавалац, обавезан је да емисије обавља јавно, осим у допуштеним изузецима у којим сме да их обавља и приватно (нејавно). Јавни издавалац може акције да укључи на регулисано тржиште (берзу) и на МТП, као организовано ванберзанско тржиште, а чији организатор може да буде и берза. Само кад се акције јавног издаваоца искључе са берзе и са МТП, њима се тргује на јавном неорганизованом тржишту.⁵ Укинута је и начело искључиве (централизоване) трговине акцијама једног издаваоца само на једној берзи, чиме би требало да се подстакне надметање између учесника на тржишту вредносница. Начело искључиве трговине не важи ни за дужничке вредноснице (нпр. обвезнице, записи).

Кад се, међутим, пажљивије проучи нови закон, схвата се да нема суштинских измена организације српског тржишта у односу на стари закон, и то у организацији тзв. секундарног тржишта на ком се препродају издате вредноснице. Пажљивијим проучавањем схвата се да нови закон уноси бројне новине у трговину вредносницама само у детаљима, али да правни режим њеног уређења у суштини остаје исти и да битно одступа од „духа“ тржишта вредносница у ЕУ. Суштинска новина на тржишту вредносница Уније је подстицање свеопштег надметања између његових учесника у циљу побољшања и појефтинијења услуга у трговини. Тржишна утакмица (надметање) је свеопште, јер постоји у три групе односа: 1) између издавалаца, ради привлачења улагача, 2) између организатора тржишта (берзи и СВТ-а), ради привлачења издавалаца и трговаца, као корисника њихових услуга, и 3) између трговаца, ради привлачења клијената (улагача). Насупрот томе, такве тржишне утакмице у Србији нема не само по старом, већ и по новом закону.

По старом закону постоји принудна јавност акционарских друштава и принудна организованост њихове трговине. Издаваоцу акција који не испоштује обавезе претварања у јавно друштво и укључивања на организовано тржиште, прети висока новчана казна (10-100% основног капитала), услед које би могао да падне у стечај.

³ Има оптимиста који мисле да се организовано акцијом берза може брже опоравити. Вид. Добросав Миловановић, Нова решења Предлога закона о тржишту капитала, *Право и привреда* 4-6/2011, Београд, 564.

⁴ ЗТК, чл. 1, ст. 1, тач. 2; чл. 2, ст. 1, тач. 19-22.

⁵ ЗТК, чл. 2, ст. 1, тач. 38. и 43, чл. 11, 12, 46, 95.

Најзад, купопродајне уговоре улагачи смеју да закључују само преко регистрованих трговаца, као професионалаца, па и кад сами нађу себи саговорника. На тај начин се установљава монопол берзе (организатора тржишта) на организовање јавне трговине вредносницама, као и монопол трговаца у закључивању берзанских послова, што је супротно тржишном надметању у ЕУ.⁶

У постојећем „поретку“ на тржишту вредносница Србије у пракси се новим законом ништа не мења, иако се укида принудна јавност издавалаца. Остао је, међутим, монопол берзи, као и монопол трговаца.⁷

Монопол берзи (регулисаних тржишта) новим законом се чува обавезом јавног издаваоца акција да поднесе захтев за укључивање на регулисано тржиште у Србији, иначе чини привредни преступ.⁸ Ако издавалац не испуњава услове за трговање на званичном тржишту берзе („листинг“), акције му се сврставају на друго тржиште, као нижерангирано („ван листинга“). Ако не испуњава услове ни за то тржиште, сврставају се на МТП, коју је овлашћена да организује и сама берза. Јавни издавалац нема обавезу укључивања дужничких вредносница на регулисано тржиште. И кад су укључене на организовано тржиште, дужничким вредносницама може да се тргује ван њега, односно на ОТЦ тржишту. Насупрот томе, акцијама се на ОТЦ тржишту може да тргује само кад их организатор искључи са регулисаног тржишта и са МТП-а. На њему је допуштено да се обављају и послови отуђења акција, који, у ствари, не спадају трговину у правом смислу речи. То су: 1) послови емисије акција ради њихове замене у статусним променама, променама организационог облика друштва и у стечајној реорганизацији; 2) послови остварења права несагласних акционара (нпр. откуп или замена акција), 3) извршење правноснажне судске одлуке; 4) послови у преузимању акционарског друштва и 5) послови купопродаје државних акција.⁹

Монопол трговаца је наводно укинут, јер улагачи више нису обавезни да закључују купопродајне уговоре преко њих, као по старом закону. Ипак, у пракси је он очуван преко монопола берзи на организовање трговине акцијама. Пошто су сви јавни издаваоци обавезни да укључе акције на берзу, а у берзи могу да тргују само чланови, који могу да буду само регистровани трговци, значи да улагачи могу да закључују купопродајне уговоре само преко трговаца. Тог монопола нема, као што га није било ни по старом закону, у трговини дужничким вредносницама.

4.3. Шта би са систематским посредником?

Настојање да се очува постојећи монопол берзи и трговаца и свеопшта организованост трговине акцијама у Србији постаје још очигледније кад су уочи један битан законодавни пропуст. Он се састоји у томе што нови закон уопште не помиње систематског посредника, као врсту професионалца који се бави препродајом акција (тржишним снабдевањем) на неорганизованом тржишту. Како је он једна од најбитнијих новина Упутства ЕУ о тржиштима вредносница, закључује се да се његовим нерегулисањем у новом закону у Србији хтео да избегне ризик стварања такмаца берзи на ванберзанском неорганизованом тржишту. Ако би се он изричито законом именовао и посебно уредио, то би значило да је јавна систематска двострана трговина, што је делатност систематског посредника, изричито законом допуштена

⁶ ЗТХВ, чл. 2, ст. 1, тач. 8, чл. 10, 25, 41, 50-62, 261, 256.

⁷ ЗТК, чл. 46. Има мишљења да се Законом о привредним друштвима из 2011. год. (Сл. гл. 36/2011) и новим законом укида обавеза организоване трговине акцијама јавних акционарских друштава у Србији. Вид. Д. Миловановић, 573.

⁸ ЗТК, чл. 284.

⁹ ЗТК, чл. 48.

регистрованим трговцима ван берзе. То би вероватно искористио неки од регистрованих трговаца који нема довољно посла у берзи ради побољшања свог пословања, чиме би јој постао такмац.

У жељи да избегне стварање такмаца берзи законодавац је, међутим, по ко зна који пут „полукао лончиће“ у игри жмурке са учесницима тржишта вредносница. Желећи да „сакрије“ пословне могућности које пружа систематски посредник, законодавац га је, у ствари, допустио, али га уопште није регулисао, чиме је створио велике могућности за злоупотребе у његовом пословању. Наиме, ако нови закон не именује и изричито не допушта систематског посредника, он га ни не забрањује, што значи да га прећутно допушта. Чак га и дефинише у правилу којим искључује примену својих правила о трговцима (инвестиционим друштвима) на одређена лица (чл. 2, ст. 1, тач. 3). По том правилу: „Поглавља IX и X која регулишу инвестициона друштва, не примењују се на: ..., 3) лица која осим трговања за сопствени рачун, не пружају ни једну инвестициону услугу, нити обављају ни једну инвестициону активност, осим када делују својству маркет мејкера или на организован, учестао и систематичан начин тргују за свој рачун изван регулисаног тржишта или МТП, а притом користе систем који је доступан трећим лицима како би се са њима склапали послови...“ (одредбу скратио аутор). Из овог правила, које је изузетно језички смушено, неисправно и неразумљиво написано, закључује се да се нови закон не примењује на лица која искључиво препродају вредноснице (искључење примене закона). Закључује се, међутим, да се он примењује и на њих, ако су маркет мејкери (тржишни снабдевачи) или кад ван организованог тржишта систематски препродају вредноснице преко свог електронског система (укључење у примену закона).

У овом правилу су учињене бар две правно-логичке грешке. Прва је искључење примене новог закона на лица која искључиво тргују вредносница за свој рачун. Вероватно се мислило на непрофесионалне улагаче, као лица која се не баве трговином вредносницама и пружањем услуга у тој трговини, као својом делатношћу, већ то чине повремено и спорадично уз своју основну делатност која није трговина вредносницама (нпр. штедише, производне компаније и други улагачи). Тиме се вероватно хтело рећи да они не морају да добију дозволу за рад од Комисије, нити да се региструју као што то морају професионални препродавци. Ако се то хтело, онда је искључење прешироко написано, јер се може закључити да се односи и на професионалне трговце који се искључиво баве препродајом, а не и налогопримачким (брокерским) пословима. То би значило да професионални препродавци не морају да добију дозволу за рад од Комисије и да не подлежу уопште законском режиму којем подлежу остали трговци (инвестициона друштва), који се не баве само препродајом, или се уз њу баве и другим пословима (нпр. налогопримачким пословима, управљањем портфељима, саветовањем). Друга грешка је укључење систематског посредника у општи режим којем подлежу сви трговци. Грешка је у томе што је делатност инвестиционог посредника сложенија и ризичнија од делатности обичних трговаца, укључујући и професионалне препродавце. Због тога је нужно да се уреди посебним правилима, као што је то учињено у ЕУ. Како то није учињено новим законом, значи да се трговац може слободно бавити систематском препродајом вредносница ван организованог тржишта под општим условима за обичну препродају. Како то може да изазове озбиљне злоупотребе, свакако да би у нови закон што пре требало да се унесу посебна правила о систематском посреднику из Упутства ЕУ о тржиштима вредносница или да се систематско посредовање изричито забрани код нас. Овако смушено законодавно уређивање систематског посредовања вероватно ће изазвати недоумице у пракси, па и спорове између Комисије за хартије и професионалних трговаца.

5. НОВИНЕ И МАНЕ НОВОГ ЗАКОНА

5.1. Новине новог закона

Нови закон доноси тржишту вредносница Србије мноштво новина у односу на стари, али садржи и несхватљиво много озбиљних мана (грешака). Тај закон је знатно дужи, детаљнији и разрађенији од старог, не само због тога што садржи већи број чланова (305 према 264), већ и због тога што су му многи чланови дужи него у старом закону. Подељен је на петнаест делова, који се у његовом тексту називају поглављима, али се реч „поглавље“ не налази изнад наслова делова, те читаоцу није јасно на шта се тачно мисли кад се у закону упућује на број одређеног поглавља (вид. нпр. чл. 42, чл. 44, ст. 1, тач. 6). Та поглавља су: 1) основне одредбе (чл. 1-5), 2) основна обележја финансијских инструмената (чл. 6-10), 3) јавна понуда; укључење у трговање; изузеци (чл. 11-44), 4) секундарно трговање (чл. 45-49), 5) обавезе јавних друштава (50-72), 6) злоупотребе на тржишту (чл. 73-94), 7) регулисано тржиште (чл. 95-133), 8) фонд за заштиту инвеститора (чл. 134-146), 9) инвестиционо друштво (чл. 147-210), 10) овлашћене банке (чл. 211-214), 11) Централни регистар (чл. 215-238), 12) Комисија за хартије од вредности (чл. 239-261), 13) овлашћења и надлежности Комисије (чл. 262-280), 14) казнене одредбе (281-295), 15) прелазне и завршне одредбе (чл. 297-305). Новинама се отклањају мане старог закона, али уз низ грешака, што ће свакако изазвати озбиљне тешкоће у примени новог закона. Овде се истичу укратко само новине, које су занимљиве писцу рада, и то по редоследу поглавља у којим се налазе.

5.1.1. Новине у општим одредбама

У општим одредбама има већи број новина.

Прво је уочљива новина којом се предвиђају три врсте тржишта, и то регулисано (берза), МТП, као организовано ванберзанско тржиште, и ОТЦ тржиште, као тржиште које није ни регулисано ни МТП, а које стари закон уопште није именовао нити уредио (чл. 1, ст. 1, тач. 2, чл. 2, ст. 1, тач. 19-22). Скреће се пажња на језичку бесмисленост израза „ОТЦ тржиште“, који у српском језику ништа не значи. „ОТЦ“ је скраћеница од енглеског израза „*over-the-counter market*“ (шалтерско тржиште), којим се у САД назива цело тржиште вредносница ван берзанских тржишта. Због тога је духу српског језика много бољи израз неогранизовано ванберзанско тржиште, поготово што се тај израз користи и у ЕУ (*off-exchange market*).¹⁰

Друга новина у општим одредбама тиче се увођења четири нове врсте вредносница по узору на Упутство ЕУ о тржиштима вредносница (чл. 2, ст. 1, тач. 1). То су: 1) закључнице из рочних послова робом (тзв. робне изведене хартије), 2) закључнице којим се преноси кредитни ризик, 3) послови разлике (тзв. диференцијски послови) и 4) егзотичне закључнице. Овде је можда још значајнија новина то што се *укида начело законског таксативног набрајања* врста вредносница које издаваоци смеју да издају (*numerus clausus* врста хартија). Стари закон је изричито набрајао све врсте вредносница које издаваоци у Србији смеју да издају, уз право да издају и друге (нове) врсте вредносница уређене њиховом одлуком о емисији, ако им то Комисија допусти. Насупрот томе, нови закон садржи врло опште дефиниције појединих врста вредносница, које омогућавају издаваоцу да осмисли и одлуком о емисији уреди нове врсте (подврсте) вредносница, и то без права Комисије да их претходно одобри као нову врсту (чл. 1, ст. 1, тач. 1-3). Тиме се омогућава издаваоцима да привлаче улагаче

¹⁰ За сличну примедбу вид. Д. Миловановић, 566. За израз „*off-exchange market*“ вид. G. Ferrarini, 246.

повољнијим вредносницама у односу на оне других издавалаца. Чини се да српски улагачи због своје неукости и наивности још нису спремни за неконтролисано нуђење нових вредносница, у чијој трговини нема довољно искуства, те да укидање таксативног набрајања није новина примерена достигнутом степену развоја домаћег тржишта.

Трећа новина у општим одредбама односи се на нове послове трговаца (инвестиционог друштва). Наиме, по узору на право ЕУ, нови закон је пребацио посао инвестиционог саветовања из споредних (додатних) у главне услуге (послове), тако да га трговац може самостално обављати. Осим тога, увео је послове МТП, као нову врсту главне услуге, иако је она и старим законом била уређена као ванберзанско организовано тржиште (чл. 2. ст. 1, тач. 8-16). Најзад, као нову споредну услугу предвидео је истраживање тржишта и давање препорука.

Четврта новина тиче се повећања великог (квалификованог) учешћа у капиталу берзе, трговца и Централног регистра хартија са пет на 10% у укупним гласачким правима. Новина је и што се допушта да оно буде и мање од 10%, ако омогућава имаоцу значајан утицај на одлучивање у пословању професионалног учесника тржита у којем се оно има (чл. 2, ст. 1, тач. 28, чл. 100). Остала правила у вези са њим су суштински остала иста, јер се оно и даље може стећи саму уз сагласност Комисије за хартије, под условом да је стицалац поуздан.

Најзад, пета новина у општим одредбама тиче се дефиниције контроле и блиске повезаности (чл. 2, ст. 1, тач. 29-31). Ова појмови су знатно јасније и детаљније одређени него у старом закону, као и што се касније у тексту закона јасно види у чему је значај тог дефинисања. Тако се захтева да издавалац у извештају о пословању укаже и на повезана лица, као и на њихове послове (чл. 50, 52), затим се указује на сумњивост повезаних лица у трговини упућеног (инсајдер трејдинг; чл. 84), као и што за члана управе берзе не могу да буду бирања лица повезана са њеним такмацима на тржишту (чл. 107). Овде је значајно и то што се јасно одређује која лица се сматрају члановима управе у професионалном учеснику тржишта (нпр. берзи, трговцу), што стари закон није чинио (чл. 2, ст. 1, тач. 49). Чланом управе сматра се директор и члан одбора директора, извршног одбора, надзорног одбора и управног одбора посматраног друштва.

5.1.2. Новине у вези са јавном трговином вредносницама

У трећем поглављу којим се уређује јавна понудија и јавна трговина има више новина.

Прва и главна новина је већ споменута, а састоји се у укидању обавезне јавне емисије вредносница за приватног издаваоца из старог закона (чл. 2, ст. 1, тач. 8; чл. 8, 9, 25, 41). Убудуће затворена (нејавна) акционарска друштва не морају да стрепе од санкција Комисије, ако обаве приватну емисију акција ради повећања капитала лицима која им нису акционари, запослени, држава и професионални улагачи (чл. 2, ст. 1, тач. 37, 38, 43; чл. 11, 12, 70).

Друга новина се тиче нових случајева у којим је јавном издаваоцу (јавном друштву) допуштено да обави приватну емисију, уместо обавезне јавне (чл. 12). Ту је реч углавном о усклађивању српског права са Упутством ЕУ о проспекту (чл. 3, 4). Јавном издаваоцу је допуштено да обави емисију без „објављивања проспекта“ у следећих неколико нових случајева: 1) кад су купци само велики улагачи, а велики је улагач онај који у емисији од издаваоца купује вредноснице по цени од најмање 50.000 евра; 2) кад се обавља емисија само скупих вредносница, а то су оне чија је номинална вредност по комаду најмање 50.000 евра; 3) кад се обавља мала емисија, а то је она чија

је укупна номинална вредност мања од 100.000 евра; 4) кад се обавља емисија ради плаћања неновчане накнаде акционарима циљног друштва у преузимању за акције које су преузимацу продали (тј. заменом хартија). Посебна новина је што се емисија ограниченом броју лица (до 100) више не ограничава само на краткорочне вредноснице, као што је било по старом закону (чл. 53), већ може да се односи и на акције.

Трећа значајна новина је увођење појма „дебеле мачке“ по први пут у право Србије. „Дебела мачка“ (*fat cat*) јесте духовит израз, настао у САД, којим се означава посебна врста професионалног улагача. То је богати појединац који не ужива појачану правну заштиту у трговини вредносницама, коју иначе уживају остали неуки улагачи, ако испуни прописане критеријуме богатства. Сматра се да богат човек има довољно новца да плати себи инвестиционог саветника, који би му пружао стручну помоћ и заштиту у трговини вредносницама и у пословима са професионалцима, те да држава не треба да сноси трошкове његове појачане заштите.¹¹ Нови закон одређује да се поред прописаних правних лица, професионалним инвеститором сматра и физичко лице које испуни два од следећа три услова: 1) да је у последњој години просечно обављао у сваком тромесечју бар 10 послова у укупној вредности од најмање 50.000 евра; 2) да има портфељ који најмање вреди 500.000 евра; 3) да ради или је радио у финансијском сектору на пословима који захтевају познавање улагања у хартије од вредности (чл. 14, ст. 2. тач. 2).

У појму професионалног улагача новина је и одређивање минималних имовинских критеријума које треба да задовољи правно лице ван финансијског сектора, да би му се признало својство професионалног улагача. Ово правно лице мора да задовољи два од три следећа критеријума: 1) да током пословне године просечно има више 250 запослених; 2) да му је имовина већа од 43.000.000 евра; 3) да му је годишњи пословни приход најмање 50.000.000 евра. Правном лицу које не задовољава ове критеријуме за признавање својства професионалног инвеститора по самом закону, Комисија за хартије може да призна то својство ако задовољи два од три следећа критеријума: 1) да има просечно више од 250 запослених током пословне године; 2) да му имовина вреди више од 20.000.000 евра; 3) да има пословни приход већи од 25.000.000 евра. Тиме се искључује претерана дискреција Комисије у признавању својства професионалном инвеститору (чл. 14, ст. 1, тач. 3. и чл. 14. ст. 2. тач. 1).¹²

Четврта новина у поглављу о јавној понуди тиче се одговорности за штету коју улагачи претрпе услед мана проспекта, јер се та одговорност поопштрава, као и што се проширује круг одговорних лица. По старом закону објективно одговарају за мане проспекта (нетачност, непотпуност и улепшаност) само издавалац и покровитељ (преузималац) емисије, док остали састављачи проспекта (чланови управе издаваоца, рачуновођа, ревизор, правник и тд.) одговарају субјективно (ако су несавесни), при чему се њихова савесност претпоставља (чл. 2, ст. 1, тач. 8, и чл. 27). Насупрот томе, нови закон намеће објективну одговорност издаваоцу, члановима његове управе (осим оних коју су гласали против проспекта), другом даваоцу понуде који није издавалац, покровитељу емисије, ревизору издаваоца (само за финансијске податке у проспекту) и другом лицу које преузме одговорност за тачност и потпуност проспекта (чл. 19).

Пета новина у поглављу о јавној трговини надовезује се на одговорност за мане проспекта, а тиче се времена у којем се сматра да проспект утиче на свест и вољу улагача. Стари закон није одређивао дужину времена у којем се сматрају подаци у проспекту ваљаним за улагаче на тржишту, те је суд у спору слободно ценио време у

¹¹ Н. Јовановић, Емисија вредносних папира, Грмеч – Привредни преглед, Београд 2001, 83.

¹² Новине у појму професионалног улагача су последица усклађивања са Упутством ЕУ о проспекту (чл. 2, ст. 1, е, ф).

којем проспекту након објављивања утиче на вољу улагача да купе или продају вредноснице. Ако би оценио да подаци из проспекта више не утичу на вољу улагача због дужег протеча времена од његовог објављивања, улагач не би имао право да позива на одговорност лица одговорна за проспекта због његових наводних мана, јер се сматрало да их нема. Насупрот томе, нови закон изричито одређује да је проспект „валидан“ 12 месеци након објављивања (чл. 22). Ако се јави потреба за изменом података у објављеном проспекту пре истека времена његовог важења, било због нових чињеница у вези са вредносницама или издаваоцем или због грешака у постојећим подацима, издавалац је дужан да учини измену објавом додатка проспекта. У супротном одговара за његове мане. Ако је издат у сталној емисији вредносница банака или инвестиционих фондова, важи све док емисија траје, под условом да нема потребе за изменом података у њему.

Шеста новина у вези са јавном понудом вредносница је скраћење рока у којем Комисија за хартије одлучује о допуштању објаве проспекта. Док је по старом закону тај рок увек 20 дана од дана пријема захтева издаваоца за објаву (чл. 29), по новом је 10 дана, ако се вредноснице издаваоца већ налазе у јавној трговини, а ако се се први пут у њу уводе у њу, онда је 20 дана (чл. 27). Новина је и претпоставка да Комисија допушта објаву проспекта ако одлуку не донесе и не достави у прописаном року издаваоцу, што значи да више не важи претпоставка негативне одлуке у случају ћутања Комисије.¹³

Седма новина новог закона у вези са јавном понудом је слободнији начин објаве проспекта. По старом закону се проспект морао да се објави „на папиру“, и то најмање у једним дневним новинама које се продају у целој Србији (чл. 41). Нови закон предвиђа четири могућа начина објављивања проспекта, од којих је довољно да издавалац примени један, па да се сматра да је објава ваљана. Ти начини су: 1) објава у новинама које се продају у целој Србији, или 2) објава у штампаним примерцима проспекта у просторијама берзе, МТП-а, издаваоца и трговаца који учествују у јавној понуди, или 3) електронска објава на интернет страни издаваоца и трговаца који учествују у јавној понуди, или 4) електронска објава на интернет страни берзе или МТП-а на које се укључују вредноснице (чл. 31). Јавност се обавезно обавештава о начину објаве проспекта огласом најмање у једном дневном листу наредног дана по објави проспекта.

5.1.3. Новине у вези са јавним друштвом

У петом поглављу о обавезама јавног друштва (јавног издаваоца) има више крупних новина. Оне се углавном односе на издавачево извештавање јавности о пословању.

Ту се прво скраћује рок за објављивање годишњег финансијског извештаја издаваоца за претходну годину са шест месеци и 18 дана од почетка текуће пословне године (18. јул), колико је износио по старом закону (чл. 65, 66), на четири месеца по новом закону након завршетка године на коју се односи (значи, крај априла текуће године; чл. 50, 51). Тиме се спречава битна застарелост података о пословању издаваоца због њиховог касног објављивања. Друго, извештај мора да остане доступан јавности најмање пет година после објаве. Треће, начин објаве извештаја се не уређује новим законом, као што се уређује старим законом, већ се његово уређивање препушта Комисији за хартије. Комисија ће вероватно да уреди начин објављивања извештаја по

¹³ Рокови у новом закону су усклађени са Упутством ЕУ о проспекту, с тим што се Упутством наглашава да „ћутање“ надлежног органа не значи и одобрење (чл. 13). Претпоставка позитивне одлуке у Србији је вероватно прописана под утицајем права САД. Вид. Marc Steinberg, *Understanding Securities Law*, Matthew Bender, New York 1996, 89, 98, 99.

узору на то како је новим законом уређен начин објаве проспекта. Треће, ако је друштво котирано у берзи, мора да објављује кварталне (тримесечне) извештаје о пословању, и то најкасније 45 дана по завршетку тримесечја на које се односи (чл. 53). Четврто, посебно се детаљно уређује независност ревизора и његових запослених у односу на издаваоца, како не би услед дугогодишње сарадње постали „присни“ са издаваоцем, услед чега би ревизор могао да „лаже“ да су извештаји издаваоца ваљани, иако нису (чл. 54).

Пета новина у вези са јавним друштвом је што му је допуштено да повуче своје вредноснице за јавног тржишта и да их преведе на приватно, чиме се претвара у нејавно (приватно) друштво. Ово је изузетно важна новина, јер се тиме коначно законом изричито уређује ово питање, које је било спорно у српској пракси због правне празнине. Наиме, иако старим законом није било забрањено и упркос томе што је Законом о привредним друштвима из 2004. год. било предвиђено постојање и затвореног акционарског друштва, поред отвореног, Комисија за хартије од вредности је заузела став да је забрањено претварање јавног у приватно друштво.¹⁴ То је „послушао“ Регистар привредних субјеката, који је одбијао захтеве друштава за упис претварања у затворена друштва, упркос томе што су испунили све законске услове за ту радњу и што није имао правног основа за одбијање. Још више је послушнички, срамно и противзаконито поступило српско судство, које је одбијало тужбе друштава против Регистра, којим је у управним споровима тражена заштита од назакономитог поступања Регистра. Новим законом је допуштено јавном друштву да се претвори у приватно, ако: 1) има мање од 10.000 акционара, 2) одлуку о томе донесе трочетвртинском већином гласова од укупног броја акционара, 3) да има изузетно слаб промет акција у берзи односно МТП-у (не више 0,5% од укупно издатог броја акција у последњих шест месеци, као и у сваком од било која три месеца у последњих шест месеци), 4) да се обавезало да откупи од сваког несагласног акционара акције по највишој цени утврђеној у складу са законом којим се уређују приведна друштва (чл. 79, 123).¹⁵

5.1.4. Новина у вези са тржишним злоупотребама

У шестом поглављу о злоупотребама на тржишту посебно је уређено *препоручивање инвестиционе стратегије*, као нов споредан посао трговаца вредносницама. Она је у поглављу о тржишним злоупотребама уређена вероватно из разлога што крије велике могућности за преваре наивних улагача. Наиме, дешава се да неко стручно лице даје савете (нпр. инвестициони саветник, аналитичар, трговац) у јавности у виду препоручивања улагачима неких вредносница или издавалаца, за које је лично заинтересован или да их прода скупље или да их купи јефтиније од тренутног курса, при чему не обелодањује свој лични интерес у вези са предметним вредносницама или издаваоцима. Кад препорукама постигне жељену промену курса, давалац препорука обавља посао за који је лично заинтересован на штету свог саговорника. Таква тржишн злоупотреба се зове склапирање.¹⁶ Због тога нови закон намеће даваоцу препоруке обавезе којим се битно ограничава могућност злоупотребе у препоручивању (чл. 87-94). Он је обавезан да се идентификује у свакој препоруци, да јасно одвоји чињенице од својих тумачења у препоруци и да обелодани свој лични интерес и могуће сукобе интереса у вези са препоруком. Ако повреди правила препоручивања, чини казнено дело, а и Комисија има право да га санкционише.

¹⁴ Вид. одредницу „Ставови“ на званичној адреси Комисије: <http://www.sec.gov.rs/> од 3. јула 2011.

¹⁵ Д. Миловановић, 575.

¹⁶ Tomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, West Group, St. Paul 2002, 840.

5.1.5. Новине у вези са организованим тржиштем (берзом)

Најмање су значајне новине Закона о тржишту капитала у поглављу VII, које се односи на организовано тржиште, односно на берзу и друге начине организовања трговине (нпр. МТП), иако су оне у ЕУ кључне. То не значи да их уопште нема, већ да су „ситне“.

Прва називи новина је већ споменута МТП, што је, у ствари, исто што и организовано ванберзанско тржиште из старог закона (чл. 112-115). Три су, међутим, важније разлике.¹⁷ Прво, новим законом је наглашено да њен пословођа (организатор) може да буде или берза или брокерско-дилерско друштво (чл. 95. и 211).¹⁸ Старим законом је било одређено само да организовано ванберзанско тржиште може да установи и берза, али није одређивало да га може установити и трговац вредносницама, те се могло закључити да оно мора да има посебног организатора, који не сме да буде трговац. Друга разлика се састоји у томе што се снижава минимални капитал за организатора (пословођу) МТП-а са 750.000 евра из старог закона на 730.000 евра у новом закону (чл. 149, ст. 1, тач. 4). Трећа разлика је у томе што по старом закону организатор ванберзанског тржишта није смео да тргује вредносницама чију трговину организује, исто као што није смела ни берза, како би се обезбедила његова непристрасност у обављању делатности. Насупрот томе, нови закон то допушта, иако не изричито. Наиме, он забрањује трговину вредносницама само регулисаном тржишту и његовом организатору (тј. берзи), али не и организатору МТП-а (чл. 98). Тумачењем ове забране на основу разлога супротности (*argumentum a contrario*) закључује се да организатор МТП-а то може да чини, ако је регистрован за препродају вредносница (дилерски послови). Ако је регистрован само за налогопримачке (брокерске) послове, онда не би смео да препродаје вредноснице у пословима са корисницима своје платформе (члановима). Како је израз „организатор тржишта“ везан само за делатност организовања трговине, боље је да је новим законом за организатора МТП-а употребљен израз „пословођа“ или „управитељ“, јер би се тиме

¹⁷ ЗТК, чл. 1, ст. 1, тач. 2; чл. 2, ст. 1, тач. 21; чл. 95. ст. 3; чл. 97. ст. 2; чл. 120-122, 127, 129-133. и 149, ст. 1, тач. 4.

¹⁸ У новом закону није јасно да ли и банка може да буде организатор МТП-а, јер има две одредбе које су противречне у овом питању. Најпре се у члану којим се одређује ко може да буде организатор тржишта спомиње да то може да буде само брокерско-дилерско друштво и берза (чл. 95). Иако се овим чланом не забрањује да то буде и банка, може да се закључи да не може, јер се њиме не упућује на инвестиционо друштво. Како је инвестиционо друштво и брокерско-дилерско друштво и овлашћена банка, значи да се намерно изоставила банка, како би јој се онемогућило да буде организатор МТП-а. Међутим, у члану новог закона којим се уређује дозвола за рад овлашћене банке (чл. 211), наглашава се да овлашћена банка не може да буде само организатор тржишта, а не и организатор МТП-а. Како се организатор тржишта у општим одредбама закона дефинише тако да обухвата само берзу, односно организатора регулисаног тржишта (чл. 2, ст. 1, тач. 19), закључује да је банци забрањено да буде само организатор берзе, а не и МТП-а.

Како су ова два тумачења неспојива, Комисија за хартије ће морати да се определи за једно од њих, ако јој нека овлашћена банка буде поднела захтев за дозволу да организује МТП. Ако јој га Комисија одбије, вероватан је управни спор, где ће суд морати да се одлучи. Управном суду Србије ће то свакако тешко пасти, јер је у пракси показао невољност да пресуђује у управним стварима у привреди, као и приличну нестручност у њима. Имајући у виду постојећи монопол берзе у организовању трговине вредносницама у Србији, вероватније је тумачење да је законодавац хтео да забрани банци да буде организатор МТП-а, како би спречио стварање такмаца берзи. Међутим, то није хтео јасно да искаже у новом закону, јер би тиме битно одступио од права ЕУ у овом питању, које изричито допушта банци да буде организатор МТП-а. Вид. УТВ, чл. 1. и 14.

указало у јавности и на могућност да се бави препродајом вредносница у својој електронској мрежи.¹⁹

Друга новина се тиче органа берзе односно организатора регулисаног тржишта. Стари закон није изричито уређивао органе берзе, као акционарског друштва, већ је упућивао на општа правила о органима акционарског друштва у закону којим се уређују привредна друштва, с тим што је предвиђао да берза мора да има два још комисију за котацију и арбитражу, као два посебна органа која немају обична акционарска друштва (чл. 76, 77, 93, 100). Нови закон, такође, одређује да берза мора да буде акционарско друштво, али изричито одређује да има скупштину, управни одбор и директора (чл. 95, 107). При томе, предвиђа могућност да берза има арбитражу, а не обавезује је да има комисију за котацију (чл. 118).²⁰ У вези са органима друштва постоје још четири новине, које се односе на директора и члана управног одбора. Прва је да им се изричито одређује мандат од четири године, с тим што могу поново да буду изабрани. Друга новина је да се утврђују додатне сметње за избор директора и члана управног одбора, поред кривичне осуде и дисциплинске казне из старог закона. Тако, за директора односно члана управног одбора не може да се бира: 1) руководилац или запослени у државним органима, осим кад је држава акционар берзе; 2) директор, члан управног одбора, запослени и велики акционар у другом организатору тржишта; 3) директор, члан управног одбора и запослени у Централном регистру хартија; 4) директор, члан управног одбора и запослени у трговцу вредносницама, издаваоцу и инвестиционом фонду чије су вредноснице у котацији, осим кад су акционари берзе, 5) лица која су блиско повезана са набројаним лицима (чл. 107). Трећа новина је да берза мора да има најмање два заступника.²¹ Најзад, четврта новина је да директор мора да буде стално запослен са пуним радним

¹⁹ Овим се усклађује српско право са Упутством ЕУ о тржиштима вредносница у питању делатности пословође СВТ-а, односно МТП-а, како СВТ назива нови закон. Чини да је врло ризично да се организатору ванберзанске трговине допусти час да буде чист организатор, час налогопримац (нпр. заступник), а час препродавац према корисницима своје електронске мреже, јер му то пружа велике могућности за праваре корисника његових услуга, макар они били само професионалци (ЗТК, чл. 129, ст. 8). Стога је можда било боље да је Упутство ЕУ о тржиштима вредносница изричито забранило препродају вредносница пословођи СВТ-а. Кад већ оно то није учинило, боље је било да је нови закон изричито допустио организатору МТП-а да се бави и препродајом. Тиме би се боље ускладио са правом ЕУ, као и што би се избегли непотребни спорови у пракси који могу да настану због различитог тумачења појма „организатор тржишта“. Наиме, иако нови закон под организатором тржишта изричито подразумева само организатора *регулисаног* тржишта (значи берзе; чл. 2, ст. 1, тач. 19), могуће је да Комисија за хартије и наши судови широким тумачењем тим изразом обухвате и организатора МТП-а. Ако прихвате широко тумачење, онда ће организатору МТП-а забранити препродају, чиме би се остали учесници тржишта боље заштитили.

²⁰ Није јасно да ли берза може да има и надзорни орган (нпр. надзорни одбор) у складу са законом којим се уређују акционарска друштва. Чини се да не може, јер нови Закон о привредним друштвима из 2011. год. уређује надзорни орган као хијерархијски натчињен управном одбору (чл. 420, 422, 434, 441). Како нови закон не спомиње такав орган, берза не би смела својим правилима да га уведе, јер управни одбор треба да буде подређен само скупштини. Ту се, међутим, јавља велика правна празнина, јер су новим законом органи берзе врло површно уређени. Због тога ће се јавити велики проблем сходне примене правила Закона о привредним друштвима на органе берзи, баш због неусклађености врста органа у ова два закона. Остаје могућност да се на органе берзе примене правила о једнодомном управљању из Закона о привредним друштвима (чл. 326, 382), јер у њему нема надзорног одбора.

²¹ Ово правило је лоше усклађивање са УТВ-ом, јер оно уопште не захтева да берза има два заступника. Оно, међутим, захтева да трговац, а не берза, има најмање два члана управе који испуњавају услов доброг угледа и искуства, с тим што они не морају да буду и његови заступници (чл. 9, 37). Тиме се у УТВ желелело да нагласи да не морају сви чланови управе трговца да испуњавају прописане услове угледа и искуства, већ да је довољно да их испуњавају само два члана. Иста грешка је поновљена у новом закону код трговца (инвестиционо друштво; чл. 154).

временом у берзи, као и да он и још најмање један члан управног одбора мора да зна српски језик.

Трећа новина се тиче издавања дозволе за рад берзи и надзора над њом. Новим законом се продужава рок одлучивања Комисији о захтеву за издавање дозволе за рад организатору регулисаног тржишта, јер он више не износи 60 дана, као у старом закону (чл. 82), већ три месеца од дана пријема захтева (чл. 110).²² Осим тога, Комисија више није дужна да обавља надзор над берзом, МТП-ом и трговцем најмање два пута годишње, већ је само једном (чл. 131. и 203).

Четврта новина тиче се рокова одлучивања у берзи. Прво, рок у којем берза мора да одлучи о захтеву трговца да га прими у своје чланство не износи 15 дана као у старом закону (чл. 96), већ 30 дана од дана кад је берза примила захтев (чл. 117). То је добра измена, јер се берзи оставља више времена да провери ваљаност трговца, а нарочито поштење његове управе и великих акционара. Друго, нови закон је укинуо рок од пет дана у којем је берза морала да одлучи о захтеву издаваоца за пријем његових вредносница у трговину по старом закону (чл. 49). Овај рок је био изузетно кратак и оптерећујући за берзу, јер јој није омогућавао иоле ваљанију проверу услова за котацију. Пошто тог рока више нема у новом закону (чл. 46, 120, 121), берза га сама уређује својим правилима. Истиче се, међутим, да се законом и даље бесмислено инсистира да берза, иако није управни орган, већ пословни субјект, нити има јавна овлашћења, у питањима одлучивања о пријему чланова и о пријему и искључењу вредносница из котације поступа по правилима управног поступка, те се даје право трговцу да води управни спор против берзе, ако га берза не прими у чланство (чл. 117, 128).

5.1.6. Новине у вези са заштитом улагача

У поглављу VIII нови закон детаљно уређује Фонд за заштиту инвеститора (чл. 134-146), уместо да то препусти Централном регистру за хартије од вредности, како је учињено старим законом (чл. 202). Фонд је имовинска маса која, под управом свог организатора, служи да обештети клијента којем професионалац у трговини вредносницама није у стању да врати примљена средства (новац или вредноснице) или да му испуни своје обавезе из закључене купопродаје услед свог стечаја или из другог разлога. Пошто Фонд није правни субјект, њим управља професионалац, као његов организатор, који за то мора да добије дозволу Комисије за хартије. То би требало да буде Агенција за осигурање депозита.²³ Тиме се укида надлежност Централног регистра хартија, који је до сада обављао ову делатност под називом „Гарантни фонд“.²⁴ То је добро решење, јер Централни регистар није способан да ваљано управља средствима у фонду. Иако нови закон изричито не одређује, из стилизације његових правила може се закључити да у Србији може да постоји само један фонд са овом сврхом.

Чланови Фонда су обавезно домаћи трговци вредносницама (брокерско-дилерска друштва и овлашћене банке), као и друштва за управљање инвестиционим фондовима која су овлашћена и да управљају портфељима клијената. Они су дужни да у Фонд уплаћују своје доприносе, како би се он створио и одржавао. Њиме управља

²² Напомиње се да УТВ предвиђа рок од чак шест месеци надзорном органу за давање дозволе за рад трговцу, уз право држава чланица да га скрате, док рок за издавање дозволе берзи уопште не предвиђа (чл. 7. и 36).

²³ Агенција за осигурање депозита мора да испуни услове за организатора фонда и да добије дозволу од Комисије у року од девет месеце по његовом ступању на снагу (значи до 16. фебруара 2012. год.).

²⁴ Вид. Правила пословања Централног регистра, глава XXII.

организатор тако што улаже његова средства у вредноснице чији је издавалац Србија или је она гарант по њима, као и у друге вредноснице које одреди Комисија (чл. 137): За свој посао организатор наплаћује накнаду од Фонда у износу који одобри Комисија.

Улагач који у стечају свог трговца није у стању да поврати средства која му је дао (нпр. ради испуњења обавеза у купопродаји коју је хтео да закључи или закључио преко трговца), или који не може да намири тражбину од трговца са којим је закључио купопродају, има право да тражбину намири из Фонда. Улагач може из Фонда да намири највише 20.000 евра за све тражбине према једном трговцу (чл. 139-142). Право заштите имају само неуки улагачи, а не и професионални клијенти (улагачи) трговаца. Фонд има право регреса у стечају или ликвидацији трговца уместо ког је улагачима намирио тражбине, и то са правом првенства у односу на остале повериоце. Није јасно само у који исплатни ред спада Фонд у стечају, јер то нови закон не уређује. Фонд и његов организатор се налази под надзором Комисије за хартије (чл. 145, 146).²⁵

5.1.7. Новине у вези са трговцем

Нови закон, у поглављу IX, једним именом назива све трговце *инвестиционим друштвима*, с тим што, као и стари, разликује *брокерско-дилерска друштва*, као трговце специјализоване само за трговину вредносницама, и *овлашћене банке*, као пословне банке које поред своје банкарске делатности обављају и трговину вредносницама.²⁶ Док у вези са овлашћеном банком нема значајнијих новина, у вези са брокерско-дилерским друштвима их има више.

Прва новина се тиче *минималног капитала* за обављање делатности трговца, при чему се он разликује зависно од врсте посла трговца (чл. 149). За налогопримачке (брокерске) послове (сакупљање, прослеђивање и извршавање налога клијената), управљање портфељима клијената, инвестиционо саветовање и заступање издаваоца у емисији минималан капитал трговца је 125.000 евра. Овај износ Комисија за хартије може да снизи својим прописом на 50.000 евра, али само за оне послове у којим трговац не држи средства својих клијената (сакупљање, прослеђивање и извршавање налога).²⁷ За препродајне (дилерске) послове минималан капитал трговца је 200.000 евра, а за преузимање (покровитељство) емисије и за послове МТП-а (тј. тржишно снабдевање) је 730.000 евра.²⁸

Друга новина тиче се директора и чланова управног одбора. Те новине су готово исте као код берзе, јер се односе на додатне сметње за њихов избор, стално и пуно запослење директора код трговца, број заступника (два) и знање српског језика (чл. 154).

²⁵ На овај начин се нови закон усклађује са Упутством ЕУ 2002/47 о уговорима финансијског обезбеђења (чл. 1-5).

²⁶ ЗТК, чл. 147-211.

²⁷ Стари закон је захтевао за налогопримачке (брокерске) послове 50.000 евра (чл. 126), што значи да нови закон тражи више, осим ако Комисија не снизи законски захтев од 125.000 евра на 50.000. За заступање издаваоца у емисији стари закон је захтевао 100.000 евра, што значи да и за овај посао нови закон тражи већи износ, без могућности Комисије да га снизи. За управљање портфељима клијената стари закон је захтевао 200.000 евра, што значи да нови закон тражи нижи износ.

²⁸ За препродајне (дилерске) послове стари закон је захтевао минималан капитал од 100.000 евра, а за тржишно снабдевање (маркет мејкинг) 200.000 евра. То значи да минималан капитал нови закон знатно повисује, јер за препродајне послове тражи 200.000 евра, уместо 100.000 евра, док за тржишно снабдевање тражи чак 730.000 евра, уместо 200.000 евра колико је тражио стари закон. И за преузимање емисије стари закон је тражио знатно нижи минимални капитал (300.000 евра) у односу на нови (730.000 евра).

Трећа новина тиче се уступања клијента (чл. 152), јер тај институт уопште није био предвиђен старим законом. Наиме, трговац којем је клијент дао налог за купопродају и који је од клијента узео потребне податке (нпр. о личности, искуству, циљевима у трговини вредносницама и др.) има право да уступи извршење добијеног налога другом трговцу, уместо да га лично изврши. То практично значи да он има право да уступи клијента у одређеном послу другом трговцу, и то без клијентове сагласности, под условом да се клијентова накнада за посао не повиси, као и да се у пословању трговца не повећа ризик услед оваквог начина извршавања налога, нити да се Комисији за хартије отежа надзор. Уступилац је овлашћен да пријемнику саопшти и клијентова упутства и остале податке, с тим што пријемнику одговара за њихову тачност и потпуност, док клијенту остаје одговоран само за савет у трговини који му је лично дао, а не и за избор, а камоли за рад пријемника. Пријемник, међутим, уместо уступилоца одговара клијенту за лоше извршење налога.²⁹

Четврта новина се односи на рок Комисије за издавање дозволе за рад трговцу. Тај рок се новим законом продужава са 30 дана у старом закону (чл. 131) на 60 дана по новом закону (чл. 157).

Пета новина је знатно боља заштита клијената у односу са трговцем. Побољшање се огледа пре свега у знатно јаснијем и детаљније уређивању доброг пословања клијента, његовог рада у интересу клијента и сукобу интереса (чл. 164-175). То је учињено по узору на Упутство ЕУ о тржиштима вредносница (чл. 18-22).³⁰

Шеста новина тиче се кастоди банке из старог закона. Она је формалноправне природе, јер је законодавац правила старог закона о кастоди банци (чл. 180-184) пребацио у Закон о инвестиционим фондовима (Сл. гл. РС, 46/06, 51/09, 31/11; чл. 75а-75в), готово без измена.

5.1.8. Новине у вези са Централним регистром

Централни регистар хартија од вредности се новим законом у суштини уређује исто као старим, с тим што има неколико измена (поглавље XI). Прво, иако Централни регистар задржава облик акционарског друштва, он не мора више да буде затворено (нејавно) акционарско друштво (стари закон, чл. 185), већ може да буде и јавно друштво (чл. 215). Друго, њему се додељује нов посао, а то је „укњижавање својине над материјализованим хартијама од вредности у дематеријализованој форми“ (чл. 216). Из ове језички лоше написане одредбе закључује се да Централни регистар може да прими на чување материјализоване хартије и да их претвори у дематеријализоване. Пошто су све хартије издате у Србији дематеријализоване, овај посао се односи на хартије које страни издаваоци у иностранству издају на папиру у складу са правом државе места њиховог издавања, а укључују их на тржиште Србије, где су допуштене

²⁹ Овим правилима се нови закон усклађује са УТВ (чл. 20), али битно одступа од правила Закона о облигационим односима из 1978. год. (даље у тексту: ЗОО). Наиме по ЗОО (чл. 153), налогопримац је дужан да наложени посао обави лично за налогодавца, с тим што може да га повери другом само кад се налогодавац сагласи или кад је на то принуђен околностима случаја. У тим случајевима одговара налогодавцу само за избор ваљаног извршиоца посла, а у другим одговара и за његов рад, као да га је лично обавио. У ЕУ је право трговца на уступање клијента уведено првенствено да би трговац у једној земљи чланици, којем је клијент дао налог, могао боље да га изврши у случају кад треба да га изврши у другој држави. Пошто у другој држави може да има трговца са којим пословно сарађује, а који боље познаје њено тржиште вредносница, логично је да му уступи клијента. У Србији за тим нема потребе, те се овим правилом битно снижава ниво заштите улагача (клијената), уместо да се побољша, што је био и циљ правила УТВ у овом питању.

³⁰ М. Радовић, Неопходност и циљеви посебног правног уређења сукоба интереса на тржишту капитала, *Правни живот* 11/2011, Београд, 177-191.

само дематеријализоване хартије. Тиме се омогућава домаћим улагачима да их купују и продају, као и да их стичу у дематеријализовано облику у Србији, односно да их отуђују у иностранство у папирном облику. Реч је о омогућавању одлива капитала из Србије у иностранство. Међутим, није уређено да ли Централни регистар омогућава домаћим лицима и обрнут посао, а то је да се дематеријализоване хартије домаћих издавалаца продају у иностранству у материјализованом облику, кад право државе купца захтева њихов материјализован облик. Тим послем би се омогућио прилив капитала из иностранства у Србију. Ако то нови закон не омогућава, реч је о озбиљном пропусту. Треће, повећан је минималан капитал Централног регистра са 50.000 евра по старом закону (чл. 188) на 750.000 евра (чл. 217). Четврто, новим законом се уводи директор као нови орган Централног регистра, поред већ постојеће скупштине и управног одбора (чл. 218). По новом закону директор не може бити председник управног одбора. Он и чланови управног одбора морају да добију сагласност Комисије за хартије да би били изабрани, као и што морају да испуне услове који се иначе траже и директору и члановима управног одбора берзе.³¹ Пето, Централном регистру се намеће обавеза да најмање пет година чува исправе на основу којих је извршио упис у регистар хартија, као и да трајно чува документацију и податке које је забележио на електронским носачима (чл. 231). Намеће му се и обавеза да успостави секундарну базу података и секундарни рачунарски систем, како би спречио пропаст података о вредносницама, њиховим имаоцима и трговини у случају ванредних прилика (нпр. поплава, пожар), и то на месту удаљеном од места примарног система.

5.1.8. Новине у вези са Комисијом

У поглављима XII и XIII којим се уређује Комисија за хартије од вредности има мало новина. Ипак, има их неколико које завређују пажњу.

Прво, нови закон уводи институт „квалификованог“ имунитета чланова и запослених у Комисији (чл. 251). Због њега чланови и запослени у Комисији не могу лично да одговарају за радње предузете у вршењу службених дужности за Комисију, изузев ако је реч о намерној радњи и намерној злоупотреби положаја. Није, међутим, јасно да ли је реч о изузимању ових лица од имовинске или и казнене (кривичне, привреднопреступне и прекршајне) одговорности. Изгледа да је реч о изузећу ових лица само од имовинске одговорности, јер закон одређује да оштећеним лицима Комисија накнађује штету, судске трошкове и новчану казну уместо уживалаца имунитета у случају њиховог незаконитог рада. Међутим, кад су уживаоци имунитета осуђени за дело учињено у њиховим функцијама и пословима, онда су лично имовински одговорни оштећеницима. Није јасно да ли им је у тим случајевима одговорна и Комисија. Ова новина је уједно и пример нејасне одредбе, која ће у пракси сигурно тешко бити примењива због могућих различитих тумачења и спорова.

Друга битна новина је детаљније уређивање поступка надзора над учесницима трговине вредносницама, почев од давања налога, преко истраге, завршетка поступка, изрицања мера, њихове примене и извештаја о отклањању повреда (чл. 265-278). Тиме се битно умањује самовоља Комисије у надзору, јер је по старом закону сама прописивала овај поступак (чл. 222). У надзору који спроводи Комисија, посебна новина је њено овлашћење да у хитним случајевима, кад су чињенице већ утврђене,

³¹ Ово је значајна новина у односу на стари закон, јер је до сада Влада именовала директора и управни одбор без сагласности Комисије, при чему се законом није тражило ни углед, ни стручност, ни искуство, ни неосуђиваност за тај избор. Будући да управа Централног регистра није зависила од Комисије за хартије, у неким случајевима се прилично самовољно понашала према Комисији, чак се одупирући њеном надзору, за који је ова иначе надлежна.

надзор спроведе у *скраћеном* поступку. Међутим, велика је мана закона што скраћени поступак није уопште уредио. Ту није јасно у чему је његово скраћење, јер законом није одређено која фаза редовног поступка изостаје, ни у чему је разлика од редовног поступка надзора. Можда се мислило да Комисија има право да изрекне меру субјекту надзора без претходне истраге и његовог саслушања? Ако се то мислило, онда је требало јасно да се напише у закону. То би, међутим, била повреда уставног права на одбрану, због чега би Комисија могла да одговара за штету у поступку по уставној жалби пред Уставним судом, али и држава Србија пред Судом за људска права Савета Европе.

Најзад, трећа новина тиче се новчане казне коју је Комисија била овлашћена да изриче учесницима тржишта и по старом закону (чл. 222). Стари закон је само уопштено овлашћивао Комисију да изрекне новчану казну надзираном субјекту за повреде прописа, без јасних критеријума за њено одмеравање, што је Комисији омогућавало велику самовољу. Можда ју је овлашћивао да изриче новчану казну за прекршаје предвиђене у својим казним одредбама, али то није било јасно написано. Нови закон је одредио да Комисија може да изрекне новчану казну надзираном правном лицу у висини од 1% до 5% прописаног минималног капитала, као и надзираном директору односно члану управног одбора правног лица у висини од једне до збира 12 зарада које је примио у последњих дванаест месеци пре доношења Комисијиног решења о новчаној казни (чл. 275).

5.1.9. Новине у вези са санкционисањем

Нови закон уводи битне новине у санкционисање учесника тржишта вредносница у поглављу XIV, које садржи казнене одредбе. Прво, уводе се три нова кривична дела, и то манипулација на тржишту, трговина упућеног (тзв. инсајдер трејдинг) и неовлашћено пружање инвестиционих услуга (чл. 281-283). Дело неовлашћеног пружања инвестиционих услуга чини лице које се бави трговином вредносницама без дозволе Комисије у намери да себи или другом оствари имовинску корист (чл. 283). Друго, санкција за трговину упућеног (тзв. инсајдер трејдинг, чл. 282) у новом закону је свеобухватна, што досад није била. Наиме, радња трговине упућеног је била кривично дело само у преузимању акционарских друштава по Закону о преузимању акционарских друштава (Сл. гл. РС, 46/06, 107/09), док је по старом закону била санкционисана само као кривично дело одавања пословне тајне (чл. 72). Нови закон, међутим, кривично санкционише, поред радње саопштавања поверљивог податка другом лицу (одавање тајне), и радње трговине и подстицања другог на трговину вредносницама на основу поверљивих података (чл. 283).³² Најзад, треће, новчане казне за поједине привредне преступе су битно ублажене (нпр. повреда обавезе јавне емисије, повреда обавезе укључивања хартија у организовану трговину), јер нису више толико високе да се издаваоцима вредносница прети стечајем (чл. 284).

³² Н. Јовановић, Где се дену сакција за трговину упућеног?, *Право и привреда* 5-8/2009, Београд, 478-501.