

# TRENDOVI NA TRŽIŠTU KAPITALA

## STANJE

Postojeća pravna regulativa je delimično harmonizovana sa regulativom Evropske unije i IOSCO principima, ali je srpsko tržište kapitala nedovoljno razvijeno zbog čega u praksi pravna regulativa i nije dovoljno testirana, te se i dalje ne može govoriti o svim potencijalnim nedostacima reforme sprovedene davne 2011. godine uz izmene koje su usledile naročito 2016. i 2018. godine.

Iako primetne, pravne reforme nisu bile dovoljne da bi se stimulisao rast tržišta kapitala u Srbiji.

Uprkos pojave interesantnih novih proizvoda na tržištu dužničkog kapitala, moramo još jednom konstatovati da je tržište kapitala u Srbiji još uvek u povoju, te da i dalje postoje problemi sa kvalitetom i likvidnošću tržišnog materijala.

Neposredno pred ulazak Bele knjige u štampu, objavljene su izmene i dopune Zakona o tržištu kapitala koje će biti analizirane u sledećoj Beloj knjizi.

## COVID-19

Pandemija virusa COVID-19 izazvala je globalno krizu tržišta kapitala, a negativno je uticala i na tržište kapitala u Srbiji. Dubina posledica pandemije, te način na koji će tržište reagovati usled toga, još nije moguće u potpunosti sagledati imajući u vidu da je kriza i dalje u jeku. Prema javno dostupnim podacima Beogradske berze, ostvareni promet u trgovanju u junu je predstavljao najniži mesečni promet zabeležen u poslednjih godinu dana.

Kao najvažniju reakciju države u ovom segmentu ističemo usvajanje Uredbe o postupku za izdavanje dužničkih hartija od vrednosti, kojom se pojednostavljuje postupak izdavanja obveznica, kao dodatnog izvora finansiranja, tokom trajanja vanrednog stanja i šest meseci nakon toga.

## POBOLJŠANJA

Prošlogodišnje preporuke u vezi sa kojima je ostvaren izvesni napredak:

- Stimulisati izdavanje državnih i municipalnih obveznica za finansiranje infrastrukturnih i drugih projekata od javnog značaja, kao i stimulisati inicijalne javne ponude i izdavanje korporativnih obveznica u privatnom sektoru.

Donošenje Uredbe o postupku za izdavanje dužničkih hartija od vrednosti, iako je u vezi sa pandemijom COVID-19, može imati generalno pozitivan efekat na stimulaciju emisije izdavanja korporativnih obveznica kao vida finansiranja, te na potencijalni razvoj ovog segmenta tržišta kapitala i nakon prestanka efekata pandemije COVID-19 i pomenute Uredbe.

Takođe, u pogledu edukacije i podrške u vezi sa inicijalnim javnim ponudama, pozdravljamo aktivnosti u okviru projekta „Izađi na berzu (Serbia: IPO Go!)“ - projekat Beogradske berze koji podržava, između ostalog, i EBRD (kroz EBRD SSF), a koji je lansiran 2018. godine.

Iako od ranije, kao veoma značajan događaj ističemo i izdavanje dinarskih obveznica u vrednosti od RSD 2,5 milijardi od strane Evropske banke za obnovu i razvoj (EBRD) u decembru 2016. godine, koje je podiglo poverenje investitora u domaće tržište kapitala.

Pozitivno ocenjujemo i napor Ministarstva finansija Republike Srbije da se stvore bolji tržišni uslovi za efikasnije emitovanje državnih hartija od vrednosti kroz sporazum sa „Euroclear“-om.

- Potrebno je generalno unaprediti pravni okvir za obavljanje poslova sa finansijskim derivatima, i složenijim finansijskim instrumentima.

Kao najvažniju novinu i poboljšanje u ovom segmentu, ističemo donošenje Uredbe o obavljanju poslova sa finansijskim derivatima u cilju upravljanja javnim dugom Republike Srbije, koja je stupila na snagu početkom 2020. godine, a kojom se uređuju opšti uslovi za obavljanje poslova sa finansijskim derivatima od strane Srbije u cilju zaštite od finansijskog rizika tj. radi adekvatnog upravljanja valutnim rizikom, rizikom promene kamatnih stopa, kao i drugim rizicima povezanim sa upravljanjem javnim dugom. Smatramo da je donošenjem predmetne uredbe ostvaren određen napredak u pogledu pravnog okvira za transakcije sa finansijskim derivatima na OTC tržištu kada je strana u transakciji Srbija, što bi moglo imati pozitivan efekat i na zaključivanje ISDA okvirnih ugovora o trgovanju finansijskim derivatima.

Dodatna poboljšanja:

Pozdravljamo donošenje Zakona o alternativnim investicionim fondovima kao i izmene Zakona o investicionim fondovima, te donošenje relevantnih podzakonskih akata.

Takođe, pozitivno ocenjujemo najavu donošenja Nacionalne strategije za razvoj tržišta kapitala, koja bi mogla imati značajan uticaj na razvoj tržišta kapitala u Srbiji.

Primetna je i spremnost nadležnih organa, pre svega mislimo na Komisiju za hartije od vrednosti i Centralni registar, depa i kliring hartija od vrednosti, da svojim podzakonskim aktima i tumačenjima omoguće dalji razvoj tržišta kapitala. U tom pogledu, pozdravljamo sprovođenje javne rasprave Komisije za hartije od vrednosti koja je inicirana marta 2019. godine u vezi sa regulisanjem kripto-imovinskih prava u Srbiji.

### PREOSTALI PROBLEMI

Još je uvek teško identifikovati sve preostale regulatorne probleme u oblasti tržišta kapitala, jer je tržište kapitala u Srbiji još uvek nedovoljno razvijeno, odnosno plitko i nedovoljno likvidno.

Municipalne obveznice su i dalje retkost, a do sada nije bilo trgovine na tim obveznicama na sekundarnom tržištu. Isto važi i za korporativne obveznice. Pojedini tipovi obveznica

nisu ni prisutni na tržištu, poput tzv. zelenih obveznica („green bonds“).

Potrebno je dalje unaprediti regulativu kojom bi se stvorili uslovi za transakcije sa složenijim finansijskim instrumentima, uključujući i pravni okvir koji bi podrazumevao liberalniji pristup i veći stepen pravne sigurnosti u pogledu programa učešća zaposlenih u ulaganju („Employee Share Plan“), kao i pravni okvir u vezi sa sekjuritizacijom. U tom pogledu, potrebno je dodatno liberalizovati / definisati mogućnost rezidenata da ulažu u specifične i složenije tržišne proizvode u inostranstvu u skladu sa zakonima EU i ESMA smernicama.

Iako su u pogledu ISDA okvirnog ugovora napravljeni određeni pomaci u regulativi u pitanju zaključivanja transakcija sa finansijskim derivatima od strane države, niz pitanja je i dalje ostao otvoren (primera radi, pitanje dometa primene propisa o javnim nabavkama).

Ističemo i da je potrebno ustanoviti jasan regulatorni okvir koji bi podržao specifične metode ulaganja kroz platforme za tzv. „crowd“ finansiranja, kao potencijalnom izvoru finansiranja mikro i malih preduzeća.

### PREPORUKE SAVETA

- Stimulisati izdavanje državnih i municipalnih obveznica za finansiranje infrastrukturnih i drugih projekata od javnog značaja, kao i zelenih obveznica, te stimulisati inicijalne javne ponude i izdavanje korporativnih obveznica u privatnom sektoru. (3)
- Potrebno je unaprediti pravni okvir za obavljanje poslova sa finansijskim derivatima i složenijim finansijskim instrumentima, uključujući uspostavljanje pravnog okvira u vezi sa programima učešća zaposlenih u ulaganju, te u vezi sa „crowd“ finansiranjem i njegovim pojavnim oblicima. (2)
- Potrebno je stimulisati mogućnost ulaganja rezidenata u specifične hartije od vrednosti na stranim tržištima, uključujući strukturne proizvode, strukturne depozite, ETF-ove i investicione fondove, a sve u skladu sa Evropskim standardima i ESMA direktivama. (1)
- Ostvariti blizak i pravovremen dijalog sa poslovnim udruženjima i ostalim relevantnim finansijskim akterima o određivanju prioriteta mera za razvoj tržišta kapitala u Srbiji. (2)