

TRENDOVI NA TRŽIŠTU KAPITALA

1,60

PREGLED REALIZACIJE PREPORUKA BK

Preporuke:	Prvobitno date u BK:	Značajan napredak	Određeni napredak	Bez napretka
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.	2015		√	
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.	2015			√
Potrebno je izvršiti izmene Zakona o finansijskom obezbeđenju kako bi se privredni obezbedila dostupnost zaštite u poslovima sa derivatima na isti način na koji je to omogućeno subjektima na koje se primenjuju njegove odredbe	2021			√
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.	2017			√

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 značajnije 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. Postoji trend stalnog smanjivanja broja izdavaoca finansijskih instrumenata i broja javnih akcionarskih društava, a koji trend se nastavio u prethodnoj godini, prema javno dostupnim podacima Centralnog registra hartija od vrednosti depo i kliringa.

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

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 kojom je procedura za izdavanje korporativnih obveznica, kao dodatne opcije finansiranja, olakšana za određeni period, iako je ista doneta u vezi sa pandemijom COVID-19 i njenim efektima na privredu, može u budućnosti takođe imati generalno pozitivan efekat na stimulaciju emisije izdavanja korporativnih obveznica kao vida finansiranja.

Indikacija potencijalno pozitivnih kretanja na tržištu korporativnih obveznica u Srbiji u budućnosti može biti trgovanje korporativnim obveznicama javnog preduzeća Telekom Srbija i još jedan broj državnih kompanija, koje su ponuđene lokalnim bankama, a koje je takođe delimično otkupila Narodna banka Srbije.

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 pripada ranijem vremenu, kao veoma značajan događaj ističemo i izdavanje dinarskih obveznica u vrednosti od RSD 2,5 milijardi od strane EBRD-a u decembru 2016. godine, koje je podiglo poverenje investitora u domaće tržište kapitala.

- Potrebno je unaprediti pravni okvir za obavljanje poslova sa finansijskim derivatima i složenijim finansijskim instrumentima, u kom smislu smatramo da izmena Zakona o finansijskom obezbeđenju i cilju primene istog na subjekte privrede pored finansijskih institucija, bi predstavljao značajan iskorak u pravcu uređenja legislative vezane za transakcije sa finansijskim derivatima.
- Takođe, potrebno je i unapređenje pravnog okvira u vezi sa programima učešća zaposlenih u ulaganju, te u vezi sa „crowd“ finansiranjem i njegovim pojavnim oblicima.

Kao najvažniju novinu i poboljšanje u ovom segmentu, ističemo donošenje Uredbe o obavljanju poslova sa finansijskim derivatima u cilju upravljanja javnim dugom Republike Srbije, a kojom se uređuju opšti uslovi za obavljanje poslova sa finansijskim derivatima od strane Srbije u cilju zaštite od finansijskog rizika. Iako je ova uredba doneta 2019. godine, stupila je na snagu 2020. godine, a gde se praksa u vezi sa primenom iste već uspostavlja u određenoj meri. Prema javno dostupnim informacijama koje objavljuje Uprava za javni dug Republike Srbije, nekoliko transakcija sa finansijskim derivatima je zaključeno od strane Republike Srbije u 2020. godini, a radi zaštite od određenih finansijskih rizika.

Uporedo sa unapređenjem pravnog okvira, važno je nastaviti zajedno sa NBS kampanju edukacije privrednih učesnika o prednostima uvođenja finansijskih derivata u poslovanje i obezbeđenje podrške (računovodstvene, informacione, tehničke i sl.) kako bi se tražnja za ovim instrumentima pospešila. Poseban akcenat bi trebalo staviti na promociju kamatnog swap-a (IRS) kao finansijskog derivata kojim se pravna lica štite od sada već izvesnog rizika rasta kamatnih stopa.

Dodatna poboljšanja:

Ukazujemo na donošenje Zakona o digitalnoj imovini, kojim se po prvi put daje pravni okvir za, između ostalog, izdavanje digitalne imovine (uključujući i virtuelnih valuta) na primarnom tržištu kao i sekundarno trgovanje istima.

Iako će predmetni zakon i relevantni podzakonski akti tek biti testirani u praksi, pozdravljamo regulisanje ove oblasti i napore, između ostalih, Komisije za hartije od vrednosti u vezi sa tim.

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

Iako se državne obveznice uspešno izdaju u praksi, municipalne obveznice su i dalje retkost, a do sada nije bilo trgovine tim obveznicama na sekundarnom tržištu. Isto važi i za tržište korporativnih obveznica koje je još uvek u fazi razvoja. Pojedini tipovi obveznica nisu ni prisutni na tržištu, poput državnih obveznica koje su vezane za stopu inflacije i državnih obveznica čija je kuponska stopa vezana za varijabilnu kamatnu stopu (BELIBOR, EURIBOR). Eventualno uvođenje pomenutih tipova državnih obveznica bi omogućilo bankama i drugim investitorima da bolje upravljaju tržišnim rizicima (rizik promene kamatne stope ili revalorizacija vrednosti aktive usled stope inflacije) u svojim bilansima stanja.

Razmotriti i mogućnost da se u saradnji sa regulatornim institucijama načine neki konkretniji koraci u konstrukciji dinarske krive prinosa, budući da obim i likvidnost transakcija među tržišnim učesnicima na sekundarnom tržištu ne omogućava dobijanje pouzdanih vrednosti za ovu krivu. Primer bi moglo biti organizovanje više primarnih aukcija Uprave za javni dug za prodaju državnih obveznica sa više različitih rokova dospeća u odnosu na postojeće. Drugi primer bi mogle biti aukcije sa više mogućih ročnosti repo operacija NBS (dodatno na postojeće nedeljne aukcije sa ročnošću od 7 dana).

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.

Zakon o finansijskom obezbeđenju, sa početkom primene od januara 2019. usvojen je u cilju uređenja postupka obezbeđenja u poslovima sa finansijskim derivatima. Iako je nacrtom ovog Zakona bilo predviđeno da se isti primenjuje i na finansijske institucije i na pravna lica, u postupku usvajanja relevantne odredbe koje su se odnosile na privredu su izuzete, čime joj je uskraćena mogućnost da se nađe u jednakom položaju sa ostalim učesnicima u predmetnim poslovima; da koristi benefite i vrši netiranja potraživanja u skladu sa odredbama ovog Zakona; da se služi zaštitom koju pruža njime definisan ugovor o finansijskom obezbeđenju,

kao i zaštitom u slučaju stečajnog postupka druge strane.

Stoga mislimo da je potrebno angažovanje Ministarstva privrede pre svega, kao i ostalih relevantnih organa u cilju izmene ovog Zakona kako bi se i pravnim licima omogućio navedeni nivo zaštite.

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 korporativnih obveznica, te stimulisati inicijalne javne ponude i izdavanje korporativnih obveznica u privatnom sektoru. Razmotriti mogućnost da država počne sa izdavanjem obveznica čiji je kupon vezan za stopu inflacije i sa varijabilnom kuponskom stopom.
- Razmotriti sa regulatornim organima mogućnost organizovanja češćih primarnih aukcija državnih obveznica sa različitim ročnostima u odnosu na postojeće i/ili povećanje broja repo aukcija NBS sa različitim ročnostima.
- 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.
- Potrebno je izvršiti izmene Zakona o finansijskom obezbeđenju kako bi se privredi učinila dostupnost zaštite u poslovima sa derivatima na onaj način kako je to omogućeno subjektima, na koje se primenjuju njegove odredbe.
- 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.