

TRENDOVI NA TRŽIŠTU KAPITALA

2,00

PREGLED REALIZACIJE PREPORUKA BK

Preporuke:	Prvobitno date u BK:	Značajan napredak	Određeni napredak	Bez napretka
Nastaviti sa stimulisanjem izdavanja državnih i municipalnih obveznica za finansiranje infrastrukturnih i drugih projekata od javnog značaja, kao i zelenih korporativnih obveznica, te stimulirati 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, kao i kratkoročnih trezorskih zapisa.	2015	✓		
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.	2023		✓	
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 privredi učinila dostupnost zaštite u poslovima sa derivatima na onaj način kako je to omogućeno subjektima, na koje se primenjuju njegove odredbe.	2021			✓
Potrebno je stimulirati 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 (Zakon o tržištu kapitala) je gotovo u potpunosti harmonizovana sa regulativom Evropske unije, ali je domaće 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 u periodu 2015-2025. godine.

Iako primetne, pravne reforme nisu bile dovoljne da bi se stimulirao rast tržišta kapitala u Srbiji. I dalje je prisutan trend smanjivanja broja izdavalaca finansijskih instrumenata i broja javnih akcionarskih društava listiranih na Beogradskoj berzi. S druge strane, iznos emisija državnih obveznica za finansiranje ekoloških, infrastrukturnih i razvojnih projekata beleže dalji rast koji je započeo od 2023. godine i nastavljen je i tokom 2024. i 2025. godine. Posebno je ohrabrujuće što je i u prvoj polovini 2025. godine uočljiv značajan interes domaćih kompanija za izdavanjem obveznica.

U 2023. godini je uz donaciju Međunarodne banke za obnovu i razvoj započeta reforma tržišta kapitala kroz realizaciju projekta „Pokretanje dugoročnog finansiranja kroz projekat tržišta kapitala“ (Catalyzing Long Term Finance through Capital Markets Project). Projekat ima za cilj razvoj pravnog, regulatornog i ekonomskog okruženja, produbljivanje tržišta korporativnih obveznica, uključujući zelene obveznice i druge tematske emisije obveznica. Pored toga, važan deo aktivnosti će se odnositi na produbljivanje potražnje kao i privlačenje većeg broja investitora uz pojednostavljenje poreskog režima za tržište kapitala.

Tokom 2024 i u prvoj polovini 2025. godine su počele emisije korporativnih obveznica iz ovog programa, a očekuje se da veći broj pravnih lica nastavi da prikuplja kapital kroz izdavanje obveznica. Očekuje se i da deo tih obveznica bude listiran i na Beogradskoj berzi. U očekivanju šire implementacije ovih novih inicijativa, neophodno je još jednom konstatovati da je tržište kapitala u Srbiji u povelju, te da i dalje postoji nedovoljno kvalitetan i nelikvidan tržišni materijal.

Narodna banka Srbije (NBS) je donela novi Zakon o bankama koji stupa na snagu u oktobru 2025. godine. Ovaj zakon uvodi Fond za restrukturiranje banaka, nove prudencijalne mehanizme kontrole kao što je stopa leveridža (leverage ratio), i unapređena nadzorna ovlašćenja za NBS, a sa ciljem povećanja stepena usklađenosti sa regulatornim okvirom EU i dajim povećanjem sistemske otpornosti.

POBOLJŠANJA

Prošlogodišnje preporuke u vezi sa kojima je ostvaren konkretan 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. Takođe, vlada je u junu 2025. godine objavila dvogodišnji razvojni plan za Beogradsku berzu, pa je za očekivati više kvalitetnog „tržišnog materijala“ i produbljivanje likvidnosti na ovom temeljnom segmentu tržišta kapitala.

Uprava za javni dug je tokom 2024 i prvoj polovini 2025. godine kroz nekoliko primarnih aukcija emitovala značajne iznose sredstava za finansiranje budžetskih potreba i kapitalna ulaganja, a dinarske emisije dugoročnih državnih obveznica su u značajnoj meri kupljena od strane stranih portfolio investitora. Prikupljena sredstva od izdatih obveznica će najvećim delom biti korišćena za finansiranje železničke i putne infrastrukture i projekta EXPO 2027. Ovo je dalo vrlo značajan doprinos procesu dinarizacije javnog duga, a važno je napomenuti da je postignuta stopa prinosa vrlo povoljna imajući u vidu ročnost i valutu obveznice.

U 2024. godini je takođe nastavljeno sa državnom inicijativom za šire uključivanje Srbije u globalnu agendu stimulisanja održivog razvoja putem izdavanja ESG obveznica u vrednosti od \$1,5mlrd. Sredstva prikupljena ovom emisijom će biti upotrebljena za povećanje energetske efikasnosti, tranziciju na obnovljive izvore energije, veću inkluziju manjinskih i ugroženih socijalnih grupa, pomoć građanima za kupovinu prvog stana i naseljavanja seoskih domaćinstava i sl.

Kao što je već navedeno, uz podršku Svetske banke kroz donaciju od \$20mln, država je u 2023. godini otpočela sa unapređenjem procesa izdavanja korporativnih obveznica

od strane pravnih lica. Ovom inicijativom je omogućeno da pravna lica dobiju pristup važnoj ekspertizi u domenu procesa izdavanja dužničkih HoV bez troškova izrade prospekta i plaćanja provizija berze, emisioh i regulatornih institucija. U toku je proces odabira kvalifikovanih agenata emisije i konsultanata, a prve emisije su očekivane u trećem kvartalu 2024. godine.

- Potrebno je dalje unaprediti pravni okvir za obavljanje poslova sa finansijskim derivatima i složenijim finansijskim instrumentima, kroz izmene i/ili dopune Zakona o finansijskom obezbeđenju na način da se isti odnosi i na subjekte privrede pored finansijskih institucija. Smatramo da bi navedeno predstavljao značajan iskorak u pravcu daljeg uređenja legislative i omogućavanja veće pravne sigurnosti u transakcijama sa finansijskim derivatima.
- Prepoznajući značajan napredak u jačanju supervizorske funkcije koji je postignut uvođenjem novih regulatornih mera, predlažemo dalje unapređenje partnerskog dijaloga između Narodne banke Srbije i poslovnih banaka. Cilj ovog dijaloga bio bi pronalaženje najefikasnijih modela za primenu budućih regulatornih rešenja (dominantno iz EU), uz puno uvažavanje specifičnosti domaćeg bankarskog tržišta. Verujemo da bi ovakav proaktivan i zajednički pristup osigurao bržu i efikasniju implementaciju, minimizirao operativne izazove za banke i, posledično, dodatno ojačao stabilnost i otpornost finansijskog sistema u celini. 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 periodu 2020-2024. godina, a radi zaštite od određenih finansijskih rizika. I nakon izdavanja ESG obveznice u 2024. godine u dolarima, država je ugovorila valutno-kamatnu hedžing transakciju kojom

je dolarski javni dug prebačen u eurski i čime su ujedno smanjeni devizni rizik i troškovi otplate kredita (kamata). Ovim je država nastavila da pruža primer najbolje prakse hedžinga koju bi bilo korisno što više propagirati i među pravnim licima.

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 rizika promene kamatnih stopa. Iako je u prethodnom periodu intenzivnog rasta Euribor-a bio vrlo ograničen obim tražnje za hedžing instrumentima, važno je nastaviti sa aktivnom kampanjom širenja kulture upravljanja tržišnim rizicima.

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.

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 na tim obveznicama na sekundarnom tržištu. 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), kao i kratkoročnih državnih zapisa. Eventualno uvođenje pomenutih tipova državnih obveznica i zapisa bi omogućilo bankama i

drugim investitorima da bolje upravljaju viškom likvidnosti 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 omogućilo 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

- Nastaviti sa stimulisanjem izdavanja 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, kao i kratkoročnih trezorskih zapisa.
- 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 nastaviti sa stimulisanjem različitih 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.