

IV. АНАЛИЗА ЕФЕКТА ЗАКОНА

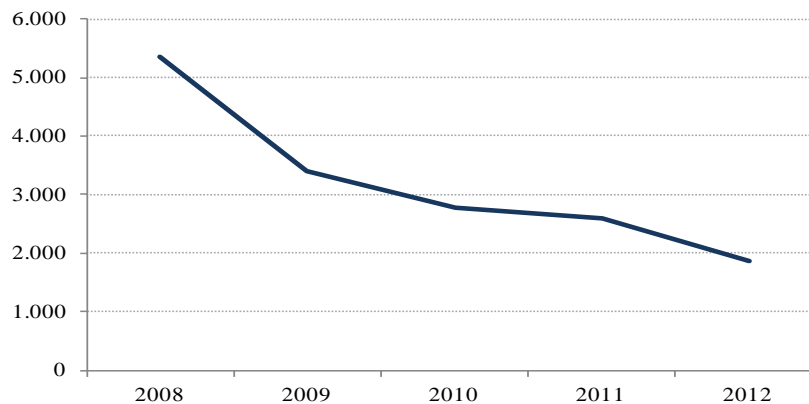
- Одређење проблема које Нацрт закона треба да реши

Овим Нацртом закона даје се законодавни и институционални оквир за што потпуније регулисање оснивања, функционисања и извештавања друштава за управљање инвестиционим фондом, начина улагања и ограничења улагања имовине инвестиционог фонда, услуга кастоди банке, као и адекватнијег и ефикаснијег регулисања мера надзора друштва за управљање, инвестиционог фонда и кастоди банке.

Важећи Закон о инвестиционим фондовима имао је за циљ стварање темеља за оснивање и функционисање инвестиционих фондова, као новог облика институционалних инвеститора на тржишту капитала у Републици Србији, као и да обезбеде стабилније и сигурније пословање инвестиционих фондова у условима глобалне финансијске кризе која је у претходном периоду захватила и наше финансијско тржиште. Измене Закона из 2009. и 2011. године су, као што се и очекивало, допринеле стабилнијем, рационалнијем и сигурнијем пословању друштава за управљање и инвестиционих фондова, као и ефикаснијем надзору надлежног органа у поступку примене закона.

Други талас финансијске кризе условио је додатно погоршање финансијског положаја и услова пословања друштава за управљање инвестиционим фондовима и значајно смањење броја учесника на домаћем тржишту капитала, као и драстичан пад промета и броја издавалаца, а самим тим и броја трансакција и ликвидности на Београдској берзи. Конкретно, према подацима Комисије, укупан остварени промет, на берзи и ван берзе, током читавог посматраног периода од почетка глобалне финансијске кризе бележи континуирани пад (Слика 1.), односно током посматраних 5 година смањен је чак 3 пута у апсолутном износу.

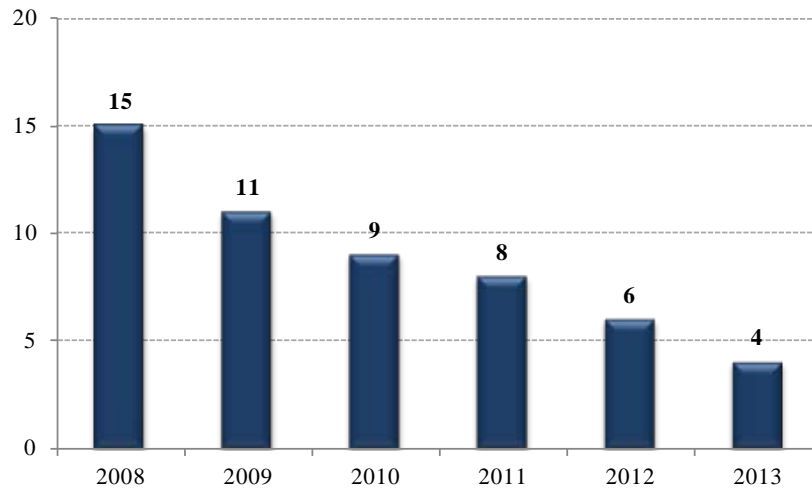
Слика 1. Укупно остварена вредност промета на берзи и ван берзе (млрд. РСД)



Извор: Извештај о кретањима на тржишту капитала у Републици Србији у периоду јануар-децембар 2012. године, Комисија за хартије од вредности

Последично, у посматраном периоду, забележен је пад индекса најликвиднијих акција Београдске берзе, *Belex15*, за 77%, док је еквивалентан пад општег индекса *Belexline* износио 74%.

Поред тога, приметан је и континуирани пад броја друштава за управљање инвестиционим фондовима која послују на домаћем финансијском тржишту (Слика 2.).
Слика 2. Укупан број друштава за управљање инвестиционим фондовима

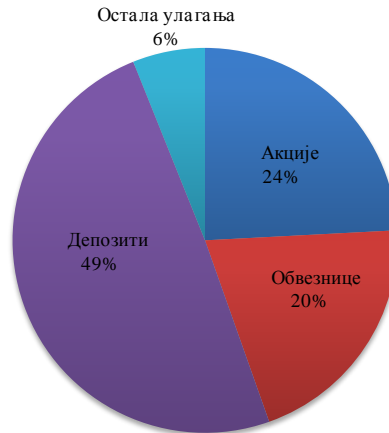


Извор: Комисија за хартије од вредности

Конкретно, број друштава за управљање смањен је са 15, колико је било 2008. године, на 4, колико их има ове године. Исто тако, број инвестиционих фондова је само у односу на претходну годину смањен са 21 на 14.

Такође, као још један показатељ недовољно развијеног тржишта капитала јавља се хроничан недостатак квалитетног тржишног материјала, односно финансијских инструмената у које би инвеститори могли да улажу. Конкретно, посматрајући инвестиционе фондове и структуру улагања имовине, уочава се да је скоро половина укупне имовине под управљањем домаћих инвестиционих фондова у депозитима код банака (Слика 3.), што свакако није сврха постојања и пословања оваквих институција колективног инвестирања у преносиве хартије од вредности.

Слика 3. Структура улагања имовине инвестиционих фондова у 2012. години



Извор: Извештај о кретањима на тржишту капитала у Републици Србији у периоду јануар-децембар 2012. године, Комисија за хартије од вредности

Имајући у виду евидентно отежане услове пословања учесника на тржишту капитала с једне стране, као и неопходност даљег усаглашавања са поменутом Директивом из ове области, а из разлога спровођења процеса придруживања ЕУ, са друге стране, указала се потреба за изработом нових измена и допуна Закона.

Поред тога, у правном систему Републике Србије област тржишта капитала регулисана је сетом закона као што су Закон о облигационим односима, Закон о привредним друштвима, Закон о тржишту капитала, Закон о инвестиционим фондовима и други, чије су одредбе у неким областима примене међусобно неусаглашене, првенствено имајући у виду ступање на снагу важећег Закона о привредним друштвима и измене одредаба које се тичу правне форме друштва и органа друштва. Такође, било је неопходно ускладити поједине појмове наведених закона, а који су у вези са тржиштем капитала, са важећим Законом о тржишту капитала. У циљу спровођења наведеног усаглашавања, Решењем Министарства финансија и привреде број: 119-01-64/2013-16 од 11. марта 2013. године, образована је Радна група за измену прописа у вези са хартијама од вредности са задатком стварања једнообразног правног оквира из ове области.

Од тренутка оснивања, Радна група одржала је четири састанка на којима су, између осталог, заједничким напором свих заинтересованих страна усаглашени предлози за измене и допуне важећег Закона о инвестиционим фондовима.

- Циљеви који се постижу његовим доношењем

Основни циљ Нацрта закона је да се на свеобухватан и конзистентан начин, у складу са одговарајућом домаћом и међународном регулативом из ове области, а у циљу додатне заштите инвеститора и олакшавања услова пословања тржишних учесника, додатно прецизирају услови оснивања, пословања и извештавања друштава за управљање, начин улагања и ограничења улагања имовине инвестиционих фондова, политика управљања ризицима инвестиционог фонда, као и услуге кастоди банака.

Наиме, у претходном периоду, као последица глобалне финансијске кризе која је захватила и домаће тржиште капитала дошло је до драстичног пада промета на домаћем тржишту капитала, као и до значајног смањења броја тржишних учесника. Као што је

наведено, укупан број друштава за управљање је у периоду 2008-2013. драстично опао са 15 на 4.

Поред тога, укупан промет на Београдској берзи током прошле године достигао је тек једну трећину промета оствареног 2008. године, док је тржишна капитализација смањена за око 20%.

Пад тржишне активности и поверења инвеститора у домаће тржиште капитала условили су негативну тенденцију у кретању резултата пословања друштава за управљање инвестиционим фондовима, у смислу пада вредности остварених прихода и смањења укупне билансне активе.

У циљу олакшавања услова пословања друштава за управљање у условима финансијске кризе и систематског смањења вредности имовине под управљањем, Нацрт закона предвиђа смањење износа новчаног дела основног капитала приликом оснивања, као и адекватности капитала, са постојећих 200.000 евра на 125.000 евра у динарској противвредности по средњем курсу Народне банке Србије, као што је, између осталог, прописано и релевантном Директивом. У смислу адекватности капитала, предвиђено је да Комисија подзаконским актом може прописати другачији начин утврђивања адекватности капитала када је дошло до значајне промене у пословању друштва за управљање, што ће се утврђивати на основу финансијских резултата пословања друштва.

Имајући у виду решења предвиђена Директивом, детаљније је прописана делатност друштва за управљање, у смислу да, код обављања послова управљања портфолиом за клијента у складу са законом којим се уређује тржиште капитала, није дозвољено улагање средстава из портфолиа за куповину инвестиционих јединица отвореног фонда без претходне сагласности клијента. Иако до сада није било негативних ефеката ове одредбе у пракси, предлагач се одлучио на овакво решење из разлога предупређивања евентуалних будућих проблема.

Поред тога, новим решењима друштва за управљање су релаксирана у погледу обавезе извештавања Комисије за хартије од вредности, у смислу да је уместо кварталног извештавања уведена обавеза полугодишњег извештавања. Самим тим друштва за управљање ће припремати мање два квартална извештаја годишње.

Са друге стране, у циљу транспарентнијег пословања и адекватне информисаности инвеститора, додатно су прецизирани подаци које је друштво за управљање дужно да достави уз годишњи финансијски извештај. Овде је потребно напоменути да се не ради ни о каквом додатном оптерећењу друштава за управљање и изазивању додатних трошкова по основу обавезе достављања прописаних података, из разлога што се ради о подацима које друштво за управљање, у својој досадашњој пракси извештавања, већ доставља Комисији, а предвиђена законска одредба их само таксативно набраја из разлога усклађивања са одредбама Директиве.

Осим тога, а ради веће сигурности финансијског система, имовине фондова и његових чланова, уведена је и обавеза Комисије да састави листу ревизора који могу обављати ревизију друштва за управљање и инвестиционих фондова. Наведена одредба представља и усклађивање са Законом о тржишту капитала који ту одредбу већ примењује од доношења, односно од 2011. године. У пракси сва друштва за управљање већ ангажују ревизоре са ове листе, тако да наведена одредба неће подразумевати нова усклађивања друштава ни фондова, нити додатне трошкове.

Нацрт закона на детаљнији и свеобухватнији начин прописује врсту имовине у коју инвестициони фондови могу улагати прикупљена средства. Поред тога, додатно су

прецизирана ограничења улагања имовине, из разлога усаглашавања са решењима предвиђеним Директивом. И овде напомињемо да се не ради о увођењу нових решења, већ о другачијој систематизацији постојећих решења.

У предложеном Нацрту закона посебно је издвојено управљање ризицима, што не представља додатну обавезу друштвима за управљање, будући да у оквиру својих правила пословања друштва за управљање већ имају обавезу дефинисања политике управљања ризицима. Понуђено решење представља усаглашавање са Директивом.

Додатно, извршене су и мање измене и допуне постојећих одредаба које се односе на проспект инвестиционог фонда, а из разлога транспарентне инвестиционе политике фонда и додатне заштите инвеститора.

Имајући у виду неопходност високе ликвидности имовине фонда у смислу способности реализације захтева чланова за откупом инвестиционих јединица, Нацртом закона је експлицитно предвиђено да имовина фонда не сме бити употребљена за давање или гарантовање зајмова у корист трећих лица.

Из истих разлога, граница укупног нивоа задуживања друштва за управљање у име фонда у циљу одржавања потребног нивоа ликвидности, смањена је са 20% на 10% вредности имовине фонда, што је у потпуности усаглашено са Директивом. По подацима којима располаже Комисија, инвестициони фондови нису до сада уопште задужени у смислу ове одредбе Закона. Самим тим, смањење законског решења са 20% на 10% вредности имовине фонда неће ни на један начин проузроковати усклађивање од стране фондова.

Такође, ради заштите интереса чланова фонда, прецизирано је да у случају спајања фондова, сви трошкови који настају у вези са тим (правни, административни или саветодавни) не могу пасти на терет чланова фонда. Поступак спајања отворених фондова и сви трошкови који проистекну у вези са тим детаљније се уређују подзаконским актом Комисије.

Нацртом закона, у оквиру надзора Комисије, између осталог, детаљније су прецизиране и околности за одузимање дозволе за рад друштву за управљање у случају када не користи дозволу за рад у периоду од 12 месеци, изричито одбије дозволу за рад или ако је престало да обавља делатност предвиђену овим законом пре више од шест месеци. Понуђено решење представља усаглашавање са Директивом и предвиђа скраћење постојећег периода необављања делатности од дуже од две године на 12 месеци. Осим тога, уз сагласност надзорног органа, предлагач наведено решење сматра целисходнијим из разлога повећања одговорности према постојећим и потенцијалним члановима фонда.

У оквиру одредаба постојећег Закона које се односе на услуге кастоди банке, предложено је брисање одредаба које прописују могућност располагања хартијама од вредности које се воде на кастоди рачуну само на основу налога клијента, као и обавезе кастоди банке да, на захтев клијента, најкасније у року од три дана, изда обавештење о стању на његовом кастоди рачуну. На предложено решење указала је пракса, у смислу да не постоје други клијенти кастоди банке, осим друштава за управљање, као и да кастоди банка већ доставља, на дневном нивоу, извештаје Комисији о стању на кастоди рачуну клијента.

Поред наведених понуђених решења која, са једне стране, олакшавају услове пословања релевантним финансијским институцијама, а са друге стране, омогућавају транспарентније пословање, бољу информисаност и већи степен заштите инвеститора, Нацрт закона настао је и као резултат усаглашавања појединих одредаба постојећег

Закон са другим релевантним законима који регулишу област тржишта капитала, као што су, између осталог, и Закон о тржишту капитала, Закон о преузимању акционарских друштава и Закон о привредним друштвима. Конкретно, извршено је усклађивање правне форме и органа друштва за управљање, имајући у виду важећа решења Закона о привредним друштвима. Поред тога, предвиђена су и терминолошка усклађивања појмова као што су блиска повезаност, финансијски инструмент, хартије од вредности, регулисано тржиште, мултилатерална трговачка платформа (МТП), ОТЦ тржиште, клиринг и салдирање и инсајдерске информације са дефиницијама наведених појмова у Закону о тржишту капитала. У циљу појашњења, додатно је дефинисан појам портфолија фонда као имовине у коју инвестициони фонд улаже у складу са одредбама овог закона.

- Које су друге могућности за решавање проблема?

Имајући у виду чињеницу да се предложене измене и допуне Закона односе на пословање друштава за управљање инвестиционим фондовима, инвестиционе фондове и кастоди банке, чије се пословање искључиво регулише законом, не постоји друга могућност регулисања понуђених решења.

Поред тога, из разлога спровођења процеса придруживања ЕУ и усаглашавања домаћих прописа са комунитарним правом у оквиру Националног програма за усвајање прописа Европске уније (НПАА), предвиђено је и даље усаглашавање важећег Закона о инвестиционим фондовима са релевантним директивама из ове области. У том смислу предложени Нацрт закона представља у највећој мери даље усклађивање са Директивом 2009/65/ЕС Европског парламента и Савета, од 13. јула 2009. године, о координацији закона, прописа и административних одредби које се односе на подухвате везане за колективне инвестиције у преносиве хартије од вредности (UCITS), у мери у којој дозвољава тренутни степен развоја домаћег финансијског тржишта.

- Зашто је доношење акта најбоље за решавање проблема?

Предложене измене се односе на материју која се искључиво регулише законом.

- На кога ће и како највероватније утицати решења у Закону?

Нацрт закона ће имати позитиван утицај на пословање друштава за управљање инвестиционим фондовима, саме инвестиционе фондове, кастоди банке, Комисију која врши надзор над спровођењем овог закона, инвеститоре, садашње и потенцијалне, односно домаће финансијско тржиште у целини.

У случају *status quo* опције, пословање друштава за управљање било би додатно оптерећено већим капиталним цензусом, као и додатним трошковима обавезног објављивања нето вредности имовине отвореног фонда по инвестиционој јединици и приноса фонда, сваког радног дана, у дневним новинама. Конкретно, трошкови објављивања наведених података у дневним новинама износе најмање 450.000 динара на годишњем нивоу по једном друштву за управљање.

Поред тога друштва за управљање би била оптерећена достављањем кварталних извештаја, што у тренутној ситуацији изазива додатне трошкове и самим тим негативно утиче на финансијски резултат друштва.

Важећи захтев за минималним оснивачим капиталом друштва за управљање од 200.000 евра у динарској противвредности дестимулише оснивање нових друштва за управљање и тиме значајно ограничава повећање броја учесника на тржишту капитала.

Укинута је и обавеза припремања посебног правилника о тарифи од стране друштва за управљање и уведена је обавеза навођења накнада у проспекту фонда. Ово решење је јефтиније и једноставније за инвестиционе фондове, а истовремено транспарентније за потенцијалне чланове фонда, као и за надзорни орган.

Предложена решења, са друге стране, додатно штите интересе клијената- чланова фонда у смислу да је детаљније дефинисан систем управљања ризицима код улагања имовине фонда. Затим, граница укупног нивоа задуживања друштва за управљање у циљу одржавања потребног нивоа ликвидности, смањена је са 20% на 10% вредности имовине фонда, у циљу способности реализације захтева чланова фонда за откупом инвестиционих јединица. Поред тога, предложено је и скраћење постојећег периода необављања делатности од дуже од две године на 12 месеци из разлога повећања одговорности према постојећим и потенцијалним члановима фонда.

Прихватањем предлога надзорног органа, односно Комисије, извршена су прецизирања одредаба које доприносе јасноћи текста и самим тим олакшавају вршење надзора и доприносе бољој примени Закона. Осим тога, проширивање мера у надзору које Комисија може да предузме и у складу са одредбама закона којим се уређује тржиште капитала, омогућава се Комисији коришћење ширег спектра средстава и поступака, а то све доприноси квалитетнијем надзору ради квалитетније примене закона.

- Који су трошкови које ће примена закона изазвати грађанима и привреди посебно малим и средњим предузећима?

Примена овог закона неће изазвати издвајање додатних трошкова ни грађанима ни привреди, из разлога што понуђена решења доприносе смањењу постојећих трошкова условљених како захтевом за капиталним цензусом, тако и обавезом објављивања нето вредности имовине отвореног фонда по инвестиционој јединици и приноса фонда, сваког радног дана, у дневним новинама. Имајући у виду чињеницу да уштеда само по основу укидања обавезе објављивања података о приносу у дневним новинама износи најмање 450.000 динара на годишњем нивоу по једном друштву за управљање, а да је трошак усклађивања аката друштва за управљање 20.000 динара по акту, евидентно је да ће понуђена решења свакако изазвати уштеде у пословању учесницима, односно да су последице доношења закона позитивне.

- Да ли доношење закона стимулише појаву нових привредних субјеката на тржишту и тржишну конкуренцију?

Предложени Нацрт закона самим смањењем капиталног цензуса за оснивање друштва за управљање и свеобухватнијим прописивањем врста имовине у коју инвестициони фонд може улагати прикупљена средства, додатно ће стимулисати оснивање нових друштва за управљање, односно инвестиционих фондова, што ће свакако подстаћи и тржишну конкуренцију.

Поред тога, предложене одредбе које се тичу веће заштите инвеститора у смислу садржине проспекта, ограничења улагања имовине фонда и управљања ризицима, као и захтев за достављањем додатних информација уз годишње финансијске извештаје, у циљу веће транспарентности пословања друштва за управљање, позитивно ће утицати на враћање поверења инвеститора у домаће тржиште капитала, а самим тим и на даљи развој тржишта.

- Да ли су заинтересоване стране имале прилику да изнесу своје ставове о Нацрту закона?

Радна група за измену прописа у вези са хартијама од вредности формирана је, као што је већ наведено, Решењем Министарства финансија и привреде број: 119-01-64/2013-16 од 11. марта 2013. године у циљу превазилажења уочених неусаглашености појединих одредаба позитивних прописа који регулишу област тржишта капитала и стварања једнообразног правног оквира из ове области.

У раду Радне групе активно учешће узело је 26 институција и представника приватног сектора, ко њ су доставили своје примедбе и сугестије на одредбе 18 идентификованих законских аката које се тичу хартија од вредности и тржишта капитала (детаљније у Поглављу II. РАЗЛОЗИ ЗА ДОНОШЕЊЕ ЗАКОНА).

Од тренутка оснивања, Радна група одржала је четири састанка на којима су, између осталог, заинтересоване стране изнеле своје ставове и усагласиле предлоге за измене и допуне важећег Закона о инвестиционим фондовима. Сви пристигли коментари обједињени су и систематизовани у јединствени табеларни преглед, како би се стекао комплетан увид и олакшало лоцирање и дефинисање евентуално постојећих спорних одредби. Током јула и августа 2013. године Министарство финансија је извршило прелиминарну анализу и издвајање (филтрирање) смислених примедби и коментара. На последњем састанку Радне групе, који је одржан крајем октобра ове године, прихваћене су све примедбе и као такве су представљале полазну основу за комплетирање целокупне претходне активности и дефинисање овог Нацрта.

-Које ће мере током примене акта бити предузете да би се остварили разлози доношења акта?

У поступку примене овог закона Комисија за хартије од вредности има обавезу да усагласи своја подзаконска акта са овим Нацртом закона у року од 60 дана од дана његовог ступања на снагу и да, на одговарајући начин, о томе обавести учеснике на тржишту.

Исто тако, друштва за управљање инвестиционим фондовима имаће обавезу да ускладе своја акта у року од 90 дана, односно своје пословање у року од 6 месеци, од дана ступања на снагу овог закона. Узимајући у обзир да се ради о мањем обиму измена, предложени рокови за усклађивање су процењени као оптимални.

У циљу ефикасније примене закона и сарадње државних органа надлежних за предметну област, 14. јула 2013. године, потписан је Споразум о сарадњи између Народне банке Србије, Министарства финансија и привреде, Агенције за привредне регистре, Централног регистра, депоа и клиринга хартија од вредности и Комисије за хартије од вредности.