На основу члана 38. став 1. Закона о планском систему Републике Србије („Службени гласник РС”, број 30/18),

Влада доноси

С Т Р А Т Е Г И Ј У

ЗА РАЗВОЈ ТРЖИШТА КАПИТАЛА ЗА ПЕРИОД ОД 2021. ДО 2026. ГОДИНЕ

1. **Увод**

Стратегијом за развој тржишта капитала у Републици Србији за период од 2021. до 2026. године (у даљем тексту: Стратегија) утврђују се циљеви и мере за развој тржишта капитала у Републици Србији, чија имплементација треба да резултира економским растом, унапређењем понуде финансијских инструмената на тржишту и повећањем домаћих и страних инвестиција у привредном окружењу Републике Србије. Развијена тржишта капитала могу играти кључну улогу у финансирању економског раста и утицати на финансијску стабилност и имплементацију монетарне политике. Оквири који промовишу правну сигурност и економску ефикасност додатно подстичу способност тржишта капитала да служи реалној економији. Иницијативе за унапређење тржишта капитала обично долазе од стране приватног сектора и надлежног регулаторног тела за хартије од вредности, што је значајно за министарства надлежна за финансије и привреду и централне банке који имају за један од главних циљева развијање јаког и ефикасног тржишта капитала, а узимајући у обзир процес интеграција Републике Србије са јединственим тржиштем Европске уније (у даљем тексту: ЕУ). Утемељена и ликвидна тржишта капитала доприносе економском расту. На пример, у студији објављеној у децембру 2019. године, Светска банка потврђује да је „пронађена снажна корелација између тржишта капитала и економског раста” и указује на „повећану пажњу која се даје тржиштима капитала као механизму који потенцијално може помоћи каналисању средстава приватног сектора за развој кључних стратешких сектора привреде, који се сусрећу са недостатком средстава као на пример инфраструктура, станоградња, мала и средња предузећа као и обезбеђење средстава за борбу против климатских промена”.[[1]](#footnote-1)

 Реализација мера Стратегије би требало да осигура да се тржиште капитала у Републици Србији развија на утемељен, транспарентан и свеобухватан начин обезбеђујући атрактивност домаћег тржишта капитала страним правним и физичким лицима, подстичући инвестирање домаћих финансијских средстава у развој привредних друштава, као и увођење нових финансијских инструмената који би допринели развоју локалних самоуправа, као и јавних предузећа.

У тексту Стратегије користиће се следеће скраћенице:

|  |  |
| --- | --- |
| ББ | Београдска берза |
| БДП | Бруто домаћи производ |
| ЕБРД | Европска банка за обнову и развој |
| ЕК | Европска комисија |
| ЕУ | Европска унија |
| КХоВ | Комисија за хартије од вредности |
| MИФИД II | Директивом 2014/65/EУ o тржиштима финансијских инструмената *Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU*  |
| МПНТР | Министарство просвете, науке и технолошког развоја |
| Мфин | Министарство финансија |
| Мприв | Министарство привреде |
| МДУЛС | Министарство државне управе и локалне самоуправе |
| НБС | Народна банка Србије |
| НБФИ | Небанкарске финансијске институције |
| ОТЦ | Оver-the-counter/ванберзанско тржиште |
| РС | Република Србија |
| УЈП | Управа за јавни дуг |
| УСПН | Управа за спречавање прања новца  |
| ЦРХоВ | Централни регистар, депо и клиринг хартија од вредности |
| ЦСДР | Central Securities Depository Regulation |
| ПКС | Привредна комора Србије |
| ПУ | Пореска управа |

## Правни основ

Правни основ за израду Стратегије је члан 38. став 1. Закона о планском систему Републике Србије („Службени гласник РС”, број 30/18). У оквиру саветодавних аранжмана закључених са Међународним монетарним фондом (у даљем тексту: ММФ) током 2019. и 2021. године предвиђено је доношење ове стратегије.

## Разлози за доношење

Влада, први пут доноси Стратегију, са циљем пружања подршке одрживом економском расту, као и повећању националне конкурентности кроз добро функционално тржиште капитала. Влада верује да ће спровођење Стратегије допринети даљем развоју тржишта капитала у Републици Србији и да ће створити темеље за коришћење ширег спектра финансијских инструмената у корист привреде и становништва Републике Србије кроз:

• смањење зависности малих и средњих предузећа од банкарског финансирања (и државних субвенција),

* убрзани економски раст кроз нове финансијске могућности,

• повећање броја радних места, као и

• додатну подршку иновацијама (више улагања у иновативну индустрију).

Тржиште капитала у Републици Србији не успева у довољној мери да испуни своју главну функцију - ефикасну алокацију финансијских ресурса расположиве штедње (домаћинстава) и инвеститора према привредним друштвима ради финансирања њиховог развоја. Делимично, из тих разлога традиционално финансирање кроз банкарске производе (депозити и кредити) данас превладава у Републици Србији.

Један од реформских циљева Републике Србије, који је истакнут и у аранжману закљученим са ММФ током 2019.[[2]](#footnote-2) и 2021.[[3]](#footnote-3) године, јесте доношење стратегије за развој тржишта капитала, јер ће тржиште капитала имати важну улогу у „подршци динамичном ширењу приватног сектора”.

Међународно искуство и стручна литература показују да развијено тржиште капитала представља основну компоненту финансијских тржишта и не треба га сматрати конкурентним банкарском финансирању, већ га треба третирати као његов додатак и могућност да се привредном сектору омогући боља диверсификација извора финансирања њихове активности. У ствари, инструменти тржишта капитала су знатно боље дизајнирани за финансирање ризичнијих и иновативних пројеката. Диверсификација извора финансирања треба да допринесе смањењу трошкова прикупљања капитала, посебно у случају малих и средњих предузећа. Захваљујући ефикасној инфраструктури тржишта капитала и ефикасном ланцу посредничких институција које на њему послују, економија је у стању да ефикасно управља ризиком и врши алокацију капитала, што је чини потенцијално отпорнијом на шокове.

Препреке развоју тржишта капитала у Републици Србији су, у поређењу са развијеним економијама света, неизбалансирана расподела финансијске имовине домаћинства (највећи део се односи на штедњу), недовољно развијена свест привредних друштава о могућности финансирања редовног пословања и истраживања и развоја путем тржишта капитала и неадекватна понуда домаћих финансијских инструмената доступних инвеститорима. Узимајући у обзир да Република Србија у претходних неколико година доживљава константни привредни раст[[4]](#footnote-4), као и раст страних инвестиција,[[5]](#footnote-5) утемељено и развијено тржиште капитала може додатно да подстакне раст привредних активности у Републици Србији, као и повећа стандард њених грађана.

## Израда Стратегије

У складу са решењем Министарства финансија Републике Србије (у даљем тексту: Министарство финансија) о образовању Радне групе за развој тржишта капитала на дан 15. мај 2019. године формирана је Радна група за развој тржишта капитала (у даљем тексту: Радна група), састављена од представника Министарства финансија, Министарства привреде, Развојне агенције Србије, Народне банке Србије, Управе за јавни дуг, Комисије за хартије од вредности (у даљем тексту: КХоВ), Београдске берзе (у даљем тексту: ББ) и Централног регистра, депоа и клиринга хартија од вредности (у даљем тексту: ЦРХоВ). У склопу израде Стратегије анализиране су најбоље међународне праксе. Стратегија је настала на темељу широког консултативног процеса са представницима свих заинтересованих страна кроз сарадњу са Привредном комором Србије, КХоВ, ЦРХоВ, Европском банком за обнову и развој (у даљем тексту: ЕБРД), ММФ, Немачком Агенцијом за међународну сарадњу (ГИЗ), укључујући и приватни сектор.

# Појам, значај и улога тржишта капитала у развоју држава

Развијена и ефикасна тржишта капитала играју кључну улогу у финансирању економског раста и обезбеђивању финансијске стабилности држава. Упркос томе што иницијатива за развијање тржишта обично припада приватном сектору и регулаторним телима, централне банке као и министарства задужена за финансије такође играју значајну улогу у развоју тржишта капитала због синергије у обезбеђивању дугорочне ликвидности финансијског тржишта.

Поставља се питање шта представља „развијено” тржиште капитала? У недостатку јасне и општеприхваћене дефиниције тржишта капитала користићемо дефиницију дату од стране америчке берзе Насдак (NASDAQ, енгл. *National Association of Securities Dealers Automated Quotations*), према којој се тржиште капитала традиционално односи на „место (платформа) за трговање дугорочним дужничким инструментима, односно, тржиште на којем се прикупља капитал. У новије време, тржишта капитала се користе у општијем контексту за означавање тржишта акција, обвезница, деривата и других инструмената”.[[6]](#footnote-6)

Не постоји опште правило, или законитост, о томе које је мере потребно предузети у циљу развијања одрживог тржишта капитала. Свака држава на свету је јединствена по својим економским и фискалним параметрима и брзина развоја тржишта капитала зависи од више фактора као што су политичка стабилност,[[7]](#footnote-7) глобално тржиште, као и економске и политичке кризе[[8]](#footnote-8) које могу пољуљати поверење инвеститора и успорити развој тржишта. Потребно је да држава и њене институције, предузму одређене регулаторне мере како би се постигао ниво континуираног развоја и раста тржишта капитала.

Пракса и историја показују да након иницијалног раста тржишта капитала, долази до застоја раста активности и трговине на тржиштима капитала који онемогућује исказивање пуног потенцијала таквих тржишта. У таквим околностима неопходна је интервенција државе да би се опет подстакао раст таквог тржишта.[[9]](#footnote-9) Како се само тржиште постепено развија, тако нематеријални фактори играју све већу улогу у подстицању све већег раста. Предметни фактори се не односе искључиво на регулаторни оквир и на општу економску моћ појединих држава, већ и на друге факторе[[10]](#footnote-10) као што су ниво финансијског образовања,[[11]](#footnote-11) култура пословања, спремност за предузимање ризика, капацитет кадрова, транспарентност у пословању, као и спремност за прелазак са директног власништва и потпуне контроле пословања на индиректну контролу кроз акционарство.[[12]](#footnote-12)

Једно од често постављених питања међу истраживачима тржишта капитала јесте како измерити ниво развоја појединачних тржишта у свету.[[13]](#footnote-13) Досадашњи метод код развијених земаља показао је да се степен развијености тржишта капитала мери кроз упоређивање броја финансијских инструмената и броја учесника на тржишту капитала[[14]](#footnote-14), као и нивоом тржишне капитализације.

Значај тржишта капитала за економски развој држава препознат је и од стране ЕУ,[[15]](#footnote-15) којој Република Србија приступа кроз процес европских интеграција, и то са статусом кандидата за чланство у ЕУ од 2012. године. Слободно кретање капитала, уз слободно кретање робе, услуга и радне снаге, представља једно од кључних циљева ЕУ. Значај интегрисаног тржишта капитала препознат је већ 1966. године са ткз. Сегреовим извештајем који представља зачетак идеје о јединственом тржишту капитала ЕУ.[[16]](#footnote-16) Кључна премиса, која се може уочити у Сегреовом извештају, је да ће јединствено финансијско тржиште смањити трошкове капитала привредним друштвима, генерисати приходе прилагођене ризику за инвеститоре и да ће економије ЕУ имати користи кроз већи економски раст и запошљавање. Током 2001. године, на захтев Министара финансија земаља чланица ЕУ израђен је тзв. Ламфалусије извештај[[17]](#footnote-17) у којем се критикује тренутни степен развоја јединственог тржишта капитала ЕУ. Према овом извештају, тадашњи регулаторни оквир, је био сувише ригидан, сложен и неприлагођен темпу глобалних финансијских промена.[[18]](#footnote-18) Европска комисија (у даљем тексту: ЕК) је покушала комуникацијама, првенствено онима из 1996.[[19]](#footnote-19), 1998.[[20]](#footnote-20) и 2011.[[21]](#footnote-21) године, да реши и унапреди постојећи правни оквир тржиште капитала на нивоу ЕУ.

Унија тржишта капитала је пројекат креирања јединственог тржишта капитала званично представљен у новембру 2014. године. Циљ овог пројекта јесте да омогући слободно кретање капитала, односно инвестиција и штедње у ЕУ, чиме би се оствариле вишеструке користи за потрошаче, инвеститоре и компаније, без обзира на њихову локацију унутар ЕУ.

Од усвајања првог акционог плана у септембру 2015. године предузет је низ активности и мера за спровођење и убрзање процеса креирања јединственог тржишта, укључујући и нови акциони план усвојен у септембру 2020. године. Иако је направљен помак, тржишта капитала у ЕУ су и даље фрагментисана, чиме и даље није откључан пун потенцијал и користи које тржиште капитала може да обезбеди становништву и привреди, а кроз постојање разноврсних, конкурентних, ефикасних и поузданих извора финансирања и инвестиција. Питање уније тржишта капитала је стављено на врх приоритета ЕК како би се обезбедила и подршка економском опоравку након кризе изазване пандемијом вируса COVID-19, али и за потребе финансирања зелене и дигиталне транзиције.

Унија тржишта капитала би требало да омогући следеће:

* Већи избор извора финансирања по нижим трошковима, са посебним акцентом на потребе сектора малих и средњих предузећа и њихове специфичне потребе за финансирањем,
* Креирање нових могућности за пласман штедње и реализацију нових инвестиција,
* Обезбеђивање подршке креирању одрживог, инклузивног и резилијентног економског система,
* Помоћ у реализацији дигиталне и зелене агенде,
* Подршка конкурентности и додатно унапређење аутономије ЕУ,
* Унапређење отпорности финансијског система,
* Подршка економском опоравку након COVID-19 и креирање нових радних места.

Нови акциони план, који је усвојен у септембру 2020. године, на бази препорука највиших представника стручне и академске заједнице, обухватио је све регулаторне и нерегулаторне мере и активности које је неопходно предузети како би се остварила три основна циља који се налазе у основи овог плана:

1. Обезбеђивање подршке зеленом, дигиталном, инклузивном и резилијентном економском опоравку – кроз повећану доступност и олакшан приступ изворима финансирања за компаније,
2. Унапређење финансијске писмености и изградња поверења у тржишта капитала како би ЕУ постала још безбедније место за штедњу и дугорочно инвестирање појединаца,
3. Интегрисање националних тржишта у истински јединствено тржиште капитала, кроз отклањање пореских препрека за прекогранично инвестирање, постојање уједначених правила везаних за стечај, унапређење прекограничног остваривања права акционара, заштиту инвестиција, увођење прекограничног салдирања и постојање јединствених правила пословања за тржишта капитала.[[22]](#footnote-22)

 Упркос иницијативи, донетим мерама и предузетим активностима за креирање јединственог тржишта капитала ЕУ, као и напорима да се подржи развој тржишта капитала држава чланица, постоји разлика у погледу капитализације, развијености и ликвидности појединачних тржишта капитала.

Као најопштија мера и показатељ развијености тржишта капитала једне земље у пракси се најчешће користи удео тржишне капитализације у бруто домаћем производу.

Табела 1. приказује вредност тржишне капитализације у односу на бруто друштвени производ (у даљем тексту БДП) у ЕУ и САД за 2020. годину. Табела укључује и податак за Републику Србију:

**Табела 1. Вредност тржишне капитализације у ЕУ и САД за 2020. годину**

|  |
| --- |
| Учешће тржишне капитализације у БДП (%) |
| САД | 194,5% |
| Француска\* | 84,9% |
| Немачка | 60,0% |
| Хрватска | 39,7% |
| Аустрија | 30,8% |
| Пољска | 29,9% |
| Грчка | 26.9% |
| Бугарска | 25,6% |
| Мађарска | 18,0% |
| Словенија | 16,0% |
| Румунија | 10,3% |
| Србија | 9,6% |
| ЕУ\* | 51.6% |

Извор: Светска банка (\*податак се односи на 2018. годину)[[23]](#footnote-23)

Када је у питању степен развијености тржишта ЕУ, приметно је да у ЕУ постоје значајна одступања између појединачних тржишта. Такође, удео тржишне капитализација у БДП у ЕУ је знатно нижи у поређењу са тржиштем капитала САД, где је тржишна капитализација готово два пута већа у односу на БДП. По овом показатељу, Република Србија се налази на зачељу табеле.

# Веза са постојећим политикама и правним оквиром

Важећи оквир за функционисање тржишта капитала успостављен је доношењем Закона о тржишту капитала (2011. године) и усвајањем закона који регулишу пословање фондова. Поменути закони пружају услове за успостављање и развој тржишта капитала. Закони који уређују области повезане са Стратегијом су:

1. **Закон о тржишту капитала** („Службени гласник РС”, бр. 31/11, 112/15, 108/16, 9/20 и 153/20). Основни циљеви овог закона су заштита интереса инвеститора, обезбеђење праведног, ефикасног и транспарентног тржишта капитала, смањење системског ризика на тржишту капитала. Закон о тржишту капитала регулише следеће области: јавну понуду и секундарно трговање финансијским инструментима; пружање инвестиционих услуга и обављање инвестиционих активности, укључујући издавање дозвола за рад и уређивање инвестиционих друштава и других учесника на тржишту капитала у складу са овим законом; обелодањивање финансијских и других података, као и обавезе извештавања издавалаца и јавних друштава у складу са овим законом; забрану преварних, манипулативних и других противзаконитих радњи и чињења у вези са куповином или продајом финансијских инструмената, као и остваривањем права гласа у вези са хартијама од вредности које издају јавна друштва; клиринг, салдирање и регистровање трансакција финансијским инструментима, као и организацију и надлежности ЦРХоВ и организација и надлежности КХОВ.
2. **Закон о приватизацији** („Службени гласник РС”, бр. 83/14, 46/15, 112/15 и 20/16- аутентично тумачење). Главни циљ овог закона јесте регулисање услова и процедура за измену власништва друштвеног и државног капитала.
3. **Закон о заштити корисника финансијских услуга код уговарања на даљину** („Службени гласник РС”, брoj 44/18). Овим законом уређују се права корисника финансијских услуга код уговарања финансијских услуга коришћењем средстава комуникације на даљину, као и услови и начин остваривања и заштите тих права.
4. **Закон о финансијском обезбеђењу** („Службени гласник РС”, брoj 44/18). Овим законом уређују се услови и начин посебног обезбеђења извршавања финансијских обавеза, на основу уговора о финансијском обезбеђењу који закључују учесници на финансијском тржишту, који се у оквиру своје делатности баве пословима на том тржишту. Циљ овог закона јесте остваривање и унапређење правне сигурности и ефикасности у извршавању обавеза на финансијском тржишту, ради очувања и јачања стабилности финансијског система. Средства обезбеђења у смислу овог закона могу, између осталог, бити и финансијски инструменти.
5. **Закон о привредним друштвима** („Службени гласник РС”, бр. 36/11, 9/11, 83/14-др.закон, 5/15, 44/18, 95/18 и 91/19). Овим законом уређује се правни положај привредних друштава и других облика организовања у складу са овим законом, а нарочито њихово оснивање, управљање, статусне промене, промене правне форме, престанак и друга питања од значаја за њихов положај, као и правни положај предузетника.
6. **Закон о рачуноводству** („Службени гласник РС”, бр. 73/19 и 44/21). Овим законом уређују се обвезници примене овог закона, разврставање правних лица и предузетника, организација рачуноводства, рачуноводствене исправе и врсте пословних књига, услови и начин вођења пословних књига, Регистар пружалаца рачуноводствених услуга, признавање и вредновање позиција у финансијским извештајима, састављање, достављање и јавно објављивање финансијских извештаја, годишњег извештаја о пословању, извештаја о корпоративном управљању, извештаји о плаћањима ауторитетима власти и нефинансијско извештавање, Регистар финансијских извештаја, Национална комисија за рачуноводство и надзор над спровођењем одредби овог закона.
7. **Закон о ревизији** („Службени гласник РС”, брoj 73/19). Овим законом уређују се услови и начин обављања ревизије финансијских извештаја, обавезност ревизије, стручна оспособљеност лица и лиценце за обављање ревизије, контрола квалитета рада друштава за ревизију, самосталних ревизора и лиценцираних овлашћених ревизора, давање и одузимање дозволе за рад друштвима за ревизију и самосталним ревизорима, надзор над обављањем ревизије, Комора овлашћених ревизора (у даљем тексту: Комора) и надзор над њеним радом, међународна сарадња са надлежним телима у области надзора, као и друга питања у вези са ревизијом.
8. **Закон о спречавању прања новца и финансирања тероризма** („Службени гласник РС”, бр. 113/17, 91/19 и 153/20). Овим законом прописују се радње и мере које се предузимају ради спречавања и откривања прања новца и финансирања тероризма, као и надлежност Управе за спречавање прања новца и надлежност других органа за спровођење одредаба овог закона.
9. **Закон о робним берзама** („Службени гласник РС”, брoj 52/19). Овим законом уређују се услови за оснивање, послови и организација робне берзе, повреде интегритета на робно-берзанском тржишту, као и надзор над применом овог закона.
10. **Закон о преузимању акционарских друштава** („Службени гласник РС”, бр. 46/06, 107/09, 99/11 и 108/16). Овим законом уређују се услови и поступак за преузимање акционарских друштавачије је седиште у Републици Србији, права и обавезе учесника у поступку преузимања и надзор над спровођењем поступка преузимања акционарских друштава.
11. **Закон о алтернативним инвестиционим фондовима** („Службени гласник РС”, брoj 73/19). Овим законом уређује се: оснивање и управљање алтернативним инвестиционим фондовима; оснивање, делатност и пословање друштава за управљање алтернативним инвестиционим фондовима; начин стављања на тржиште, издавања и откупа удела у алтернативним инвестиционим фондовима; послови и дужности депозитара, у смислу овог закона; надлежност КХоВ; друга питања од значаја за област алтернативних инвестиционих фондова и друштава за управљање алтернативним инвестиционим фондовима.
12. **Закон о отвореним инвестиционим фондовима са јавном понудом** („Службени гласник РС”, брoj 73/19). Овим законом уређује се: организовање и управљање отвореним инвестиционим фондовима сa jaвнoм пoнудoм; oснивaњe, дeлaтнoст и пoслoвaњe друштвa зa упрaвљaњe oтвoрeним инвeстициoним фoндoвимa сa jaвнoм пoнудoм; пoслoви и дужнoсти дeпoзитaрa, у смислу oвoг зaкoнa; нaдлeжнoст КХоВ; надзор над радом и пословањем отвореног инвестиционог фонда са јавном понудом, друштава за управљање отвореним инвестиционим фондовима са јавном понудом и депозитара; другa питaњa oд знaчaja зa oблaст отворених инвeстициoних фoндoвa сa jaвнoм пoнудoм.
13. **Закон о дигиталној имовини** („Службени гласник РС”, брoj 153/20). Овим законом уређују се: издавање дигиталне имовине (виртуелних валута и дигиталних токена, као врста дигиталне имовине) и секундарно трговање дигиталном имовином у Републици Србији; пружање услуга повезаних с дигиталном имовином; заложно и фидуцијарно право на дигиталној имовини; надлежности регулаторних и надзорних органа на овом тржишту, и то Народне банке Србије по питањима виртуелних валута, а КХоВ по питањима дигиталних токена; надзор над применом овог закона.
14. **Закон о добровољним пензијским фондовима и пензијским плановима** („Службени гласник РС”, бр. 85/05 и 31/11). Овим законом уређује се: организовање и управљање добровољним пензијским фондовима; оснивање, делатност и пословање друштва за управљање добровољним пензијским фондовима; послови и дужности кастоди банке, у смислу овог закона; надлежност Народне банке Србије у вршењу надзора над обављањем делатности друштава за управљање добровољним пензијским фондовима; друга питања од значаја за функционисање добровољних пензијских фондова.
15. **Закон о осигурању** („Службени гласник РС”, бр. 139/14 и 44/21), којим се уређује обављање делатности осигурања у Републици Србији и вршење надзора над обављањем те делатности, а укључује и уређење питања инвестирања средстава осигурања.
16. **Закон о банкама** („Службени гласник РС”, бр. 107/05, 91/10 и 14/15), којим се уређује оснивање, пословање и организација банака, начин управљања банкама, контрола над пословањем банака, реструктурирање и престанак рада банака. Банке, између осталог, могу обављати послове са хартијама од вредности (издавање хартија од вредности, послови кастоди банке и др.), брокерско-дилерске послове и друге послове на тржишту капитала.
17. **Закон о платним услугама** („Службени гласник РС”, бр. 139/14 и 44/18), којим се уређују врсте платних услуга и начин њиховог пружања, оснивање и пословање платних институција и институција електронског новца, платни рачуни, платни системи, коначност поравнања у битном платном систему и друга питања платног промета.
18. **Закон о девизном пословању** („Службени гласник РС”, бр. 62/06, 31/11, 119/12, 139/14 и 30/18), који представља оквир за све врсте текућих и капиталних трансакција са иностранством, а садржи и одредбе које се односе на капиталне послове између резидената и нерезидената (између осталог и на послове са хартијама од вредности и финансијским дериватима.
19. **Закон о јавном дугу** („Службени гласник РС”, бр. 61/05, 107/09, 78/11, 68/15, 95/18, 91/19 и 149/20), којим се уређује задуживање Републике Србије и управљање јавним дугом, укључујући основе за емитовање и трговање државним хартијама од вредности.
20. **Закон о стечају** („Службени гласник РС”, бр. 104/09, 99/11-др. закон, 71/12-УС, 83/14, 113/17, 44/18 и 95/18)**.** Овим законом уређују се услови и начин покретања и спровођења стечаја над правним лицима. Стечај се, у смислу овог закона, спроводи банкротством или реорганизацијом. Под банкротством се подразумева намирење поверилаца из вредности целокупне имовине стечајног дужника, односно стечајног дужника као правног лица. Под реорганизацијом се подразумева намирење поверилаца према усвојеном плану реорганизације и то редефинисањем дужничко-поверилачких односа, статусним променама дужника или на други начин који је предвиђен планом реорганизације.

Други документи политика који су повезани са Стратегијом су:

1. **Фискална стратегија за 2022. годину са пројекцијама за 2023. и 2024. годину**;

Ова фискална стратегија предвиђа читав низ мера за унапређење тржишта државних хартија од вредности, као и бројне мере које се односе на државне финансијске институције, банкарски систем и осигурање депозита. Даљи развој тржишта капитала препознат је као један од кључних услова и мера за даљи развој привреде Републике Србије.

1. **Стратегија индустријске политике Републике Србије од 2021**. **до 2030. године** („Службени гласник РС”, брoj 35/20)**;**

Предметна стратегија препознаје потребу за повећање доступности финансијских инструмената за дигитализацију и иновације у индустрији.

Законодавство ЕУ у области тржишта капитала:

1. **Директива 2014/65/ЕУ** о тржиштима финансијских инструмената. Сврха ове директиве је да обухвати привредна друштва чија је редовна делатност или пружање инвестиционих услуга и/или обављање инвестиционих активности на професионалној основи.
2. **Уредба 600/2014** о тржиштима финансијских инструмената.
3. **Уредба 648/2012** о OTЦ дериватима, централним уговорним странама и депозитарима трансакција (позната као „ЕМИР”) уређује европску тржишну инфраструктуру. Ова регулатива има за циљсмањење системског ризика, повећање транспарентности и очување финансијске стабилности увођењем централне уговорне стране у клирингу ОТЦ деривата.
4. **Директива 97/9/ЕУ** о системима за обештећење инвеститора. Ова директива се односи назаштиту улагача како би се они ефикасније заштитили у погледу одређених врста финансијских инструмената и обезбедила потребна средства. Кључне ставке директиве се односе на обухват заштите и изворе финансирања, убрзања исплате и боље обавештавање малих улагача.
5. **Директива 2010/73/ЕУ** о проспекту који се објављује приликом јавне понуде или укључивања у трговање хартија од вредности. Њени циљеви су да побољша заштиту инвеститора и побољша ефикасност јединственог тржишта. Кључна новина је стварање пасоша за тржишта капитала ЕУ - омогућавајући да проспект одобрен у једној држави чланици ЕУ важи широм ЕУ. Директива о транспарентности поставља текуће захтеве за објављивањем које издаваоци морају да испуне када њихове хартије од вредности буду укључене у трговање.
6. **Уредба ЕУ 2017/1129** дефинише правила проспекта и информације које је потребно објавити приликом јавне понуде хартија од вредности или приликом укључивања у трговање на регулисаном тржишту.
7. **Директива 2014/57/ЕУ** о кривичним санкцијама за злоупотребе на тржишту капитала.
8. **Директива 596/2014/ЕУ** о злоупотребама на тржишту капитала.
9. **Директива 98/26/ЕК** о коначности поравнања у платним системима и системима за салдирање хартија од вредности има за циљ да обезбеди сигурно извршавање и неопозивост налога за пренос новца и налога за пренос хартија од вредности у условима инсолвентности учесника у трансакцији.
10. **Уредба ЕУ 909/2014** о унапређивању салдирања хартија од вредности у ЕУ и о централним депозитарима хартија од вредности.Овом уредбом се утврђују јединствени услови за салдирање финансијских инструмената у ЕУ и правила о организацији и делатности централних депозитара хартија од вредности ради промовисања сигурног, ефикасног и несметаног салдирања.
11. **Директива** 2002/47/EК о финансијским средствима обезбеђења. Основни циљ ове директиве је стварање ефикасног јединственог тржишта за споразуме о финансијским средствима обезбеђења. Ова директива треба да подржи и унапреди финансијску стабилност обезбеђујући правни оквир за смањење ризика у финансијским трансакцијама. Решења ове директиве имплементирана су у Закон о финансијском обезбеђењу.

# Опис постојећег стања

Основна функција тржишта капитала је да повеже ентитете са вишком капитала и ентитете који оскудевају у истом. Сви остали субјекти на тржишту капитала, попут берзе, централног депозитара хартија од вредности и регулатора, имају улогу да тржиште учине сигурнијим, јефтинијим и ефикаснијим у циљу привлачења учесника.

На бази упоредних анализа више иницијатива и политика, као и конкретних решења која се примењују у разним европским земљама и кроз консултације са члановима Радне групе, установљено је да је за утврђивање постојећег стања и потенцијала за даљи развој тржишта капитала потребно сагледати тренутну ситуацију у кључним секторима на које развој тржишта капитала може утицати и у којима може највише да допринесе.

Поред сагледавања стања у кључним секторима, неопходно је сагледати и стање у односу на кључне предуслове које је потребно обезбедити у циљу развоја тржишта капитала. Овде пре свега се мисли на постојање адекватног правног оквира и развијене инфраструктуре.

Развој берзанског пословања у Републици Србији започео је крајем 19. века. Након доношења Закона о јавним берзама 1886. године, Београдска берза је основана у новембру 1894. године са циљем да се унапреди, олакша и уреди трговински промет. Затворена је 1941. године да би њен рад поново био омогућен тек 1989. године, када је донет Закон о тржишту новца и тржишту капитала и основано Југословенско тржишта капитала, на предлог 34 највеће банке на територији бивше СФР Југославије.

Услед тешкоћа у функционисању банкарског система, деведесетих година на Београдској берзи се трговало искључиво комерцијалним и благајничким записима изузетно кратког рока доспећа (квази-банкарским инструментима). Значајнији помак у трговању акцијама остварен је након 2000. године, када су у секундарно трговање укључене акције из поступака приватизације. 2001. године пуштен је у рад интерно развијен систем за трговање, а током 2003. и 2004. године извршена су значајна технолошка унапређења на пољу развоја платформе за трговање, омогућено је даљинско трговање и одржани први берзански састанци на којима се акцијама трговало методом континуираног трговања. Овај период обележио је и почетак интензивних активности Београдске берзе на пољу међународне сарадње са развијеним берзама, берзама у окружењу, међународним организацијама и берзанским асоцијацијама. Потписани су бројни билатерални и мултилатерални споразуми о сарадњи и меморандуми о разумевању, а Београдска берза је постала пуноправни члан Федерације евро-азијских берзи, као и придружени члан Федерације европских берзи и Светске федерације берзи.

Као међународно призната институција, регулаторно, организационо и технолошки усклађена са глобално прихваћеним стандардима индустрије берзанског пословања, у 2021 години, Београдска берза обавља послове организатора регулисаног тржишта и мултилатералне трговачке платформе (МТП) у складу са Законом о тржишту капитала. Уз подршку ЕБРД-а, Београдска берза је била један од иницијатора идеје регионалног технолошког повезивања и стварања јединствене инфраструктуре за трговање хартијама од вредности на регионалним тржиштима, а 2016. године је и званично постала члан SEE Link платформе, која обједињује осам регионалних берзи. Након скоро 80 година, у 2018. години успешно је спроведен први поступак иницијалне јавне понуде, када је, под покровитељством ЕБРД-а, лансиран је и пројекат Serbia: IPO Go! са унапређења знања компанија из приватног сектора о могућностима за прикупљање капитала путем иницијалне јавне понуде, као и пружању подршке компанијама у спровођењу процеса изласка на берзу.

Табела 2. Процена позиције тржишта капитала у Републици Србији

|  |  |
| --- | --- |
| Предности  | Слабости |
| * Стабилне маркоекономске перформансе Републике Србије
* Позитиван тренд кретања БДП-а
* Политичка стабилност
* Адекватна инфраструктура која је потребна за функционисање тржишта капитала
 | * Непостојање адекватног финансијског знања у широј популацији
* Већина имовине потенцијалних инвеститора налази се у облику банкарских депозита
* Неадекватна понуда финансијских инструмената (по питању рочности и врсте)
* Високе трансакционе брокерске накнаде и накнаде инвестиционих друштава
* Порески третман капиталних добитака на трансакције  финансијских инструмената
* Недостатак ентузијазма потенцијалних инвеститора
* Зависност српске привреде од иностраних улагања
 |
| Могућности | Опасности  |
| * Кредитни рејтинг Републике Србије у марту 2021. године повећан са Ба3 на Ба2/стабилни изгледи (два нивоа испод инвестиционог ранга); извор: Мoody’s
* Значајан ниво штедње на националном нивоу који се може усмерити на тржиште капитала
* У августу 2021. године Атинска берза је постала квалификовани акционар Београдске берзе с намером да заједнички искористе пословне могућности у ери убрзане глобализације
* Већина законских аката који се тичу тржишта капитала је усклађена са ЕУ регулативом или је у току њихово усклађивање
* ИПО профитабилних предузећа у државном власништву као иницијални импулс за излазак и других профитабилних предузећа на берзу
* Креирање јединственог портала за потенцијалне инвеститоре који би садржао све релевантне информације по питању могућности улагања и законске регулативе
 | * Системски ризици попут економских/здравствених криза које могу негативно утицати на привреду земље, па последично и на тржиште капитала
* Негативан тренд кретања броја предузећа листираних на берзи
 |

## Преглед и анализа постојећег стања у Републици Србији

На бази анализе коју је спровео ЕБРД евидентно је да развијена тржишта капитала ефикасније усмеравају штедњу на тржиште капитала него што то чини Република Србија. Према њиховом извештају, подаци за 2019. годину говоре да је у Републици Србији свега 2,32% укупне штедње, уложено у инвестиционе/пензијске фондове или кроз директно инвестирање у хартије од вредности, усмерено на тржиште капитала. Основни циљ би био да се до 2023. године на тржиште капитала усмери 5% од укупне штедње и на тај начин позитивно утиче на привредни раст и развој.

## Постојеће стање у кључним секторима у Републици Србији

## Привреда

Према Глобалном индексу конкурентности[[24]](#footnote-24), у групи показатеља који мери финансијски систем, Република Србија заузима 82. место (са скором од 57,4 са позитивним трендом кретања). У овој области најрелевантнији индикатори који показују степен развијености тржишта капитала су:

* Учешће тржишне капитализације у БДП-у – Република Србија се према овом показатељу налази на 88. месту (са скором од 13,2 са негативним трендом кретања). Сматра се да је тржиште капитала развијено уколико овај рацио износи преко 50%, али се приликом давања закључака треба ослонити и на друге индикаторе тржишта капитала.
* Доступност предузетничког капитала (venture capital) – Република Србија се према овом показатељу налази на 69. месту (са скором од 35,9 са позитивним трендом кретања). Предузетнички капитал се обично додељује малим предузећима са изузетним потенцијалом за раст или компанијама које су брзо нарасле и постоје изгледи да су спремне да наставе да се шире.

Кретање промета на Београдској берзи указује на врло ниску активност инвеститора (Табела 3 и Графикони од 1 до 4), која је узрокована утицајем више фактора при чему је неопходно нагласити следеће:

* мали број доступних, атрактивних финансијских инструмената,
* потенцијални системски и несистемски ризици,
* непостојање адекватног финансијског знања у широј популацији,
* недостатак ентузијазма и на страни понуде и на страни тражње условљен претходним негативним искуствима.

**Табела 3. Промет на Београдској берзи у периоду 2011-2020**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Година | Број котираних акција на берзи | Тржишна капитализација на крају године (милиона динара) | Тржишна капитализација на крају године (милиона еура) | Годишњи обим трговања акцијама (милиона динара) | Годишњи обим трговања акцијама (милиона еура) | Годишњи укупни обим трговања (милиона динара) | Годишњи укупни обим трговања (милиона еура) | Број трансакција |
| 2011 | 1354 | 676.431,58 | 6.464,31 | 24.400,14 | 239.28 | 28.584.50 | 280,18 | 2.887.538 |
| 2012 | 1111 | 642.134,41 | 5.646,71 | 20.505,26 | 179.86 | 24.988.50 | 219,77 | 483.013 |
| 2013 | 1014 | 663.927,22 | 5.791,30 | 28.490,19 | 252.17 | 30.164.36 | 267,01 | 344.109 |
| 2014 | 945 | 714.584,03 | 5.907,69 | 15.563,76 | 133.20 | 20.258.65 | 173,52 | 238.023 |
| 2015 | 844 | 641.056,42 | 5.270,71 | 17.105,98 | 141.73 | 22.429.15 | 185,77 | 146.232 |
| 2016 | 719 | 592.443,32 | 4.798,19 | 6.464,64 | 52.51 | 44.574.00 | 361,99 | 87.893 |
| 2017 | 634 | 548.868,77 | 4.632,87 | 8.266,39 | 67.92 | 66.907,34 | 552,82 | 66.952 |
| 2018 | 572 | 522.726,05 | 4.420,52 | 7.820,46 | 66.12 | 63.187,58 | 534,13 | 60.744 |
| 2019 | 496 | 569.647,46 | 4.844,24 | 40.736,48 | 346.22 | 91.918,04 | 780,64 | 31.115 |
| 2020 | 443 | 523.407,81 | 4.451,20 | 5.030,73 | 42.79 | 48.752,23 | 414,65 | 18.098 |

Извор: [www.belex.rs](http://www.belex.rs)

Графикон 1. Тржишна капитализација (у мил. евра) Графикон 2. Вредност тржишног промета (у мил. евра Извор: [www.belex.rs](http://www.belex.rs) Извор: [www.belex.rs](http://www.belex.rs)

Графикон 3. Укупан број трансакција по годинама Графикон 4. Вредност укупног промета (у мил. евра)

Извор: [www.belex.rs](http://www.belex.rs) Извор: [www.belex.rs](http://www.belex.rs)

Извор: [www.belex.rs](http://www.belex.rs)



Графикон 5. Преглед инвеститора и издаваоца

У Републици Србији има више група инвеститора (Графикон 5) и сви они су значајни за функционисање тржишта капитала и развој привреде:[[25]](#footnote-25)

* Домаћа штедња - појединци и домаћинства. У Републици Србији се годишње уштеди приближно 819,3 милијарди динара (6,9 милијарди евра или 15,12% БДП). За ову акумулирану штедњу су потребни начини како да се продуктивно упосли, односно инвестира;
* Страни инвеститори - институције и појединци. У теорији, износ страних средстава расположивих за инвестирање на тржиште капитала је неограничен;
* Инвестициони фондови улажу у различите врсте хартија од вредности са различитим временским хоризонтима. Република Србија у првом кварталу 2021. године има 18 инвестиционих фондова са укупном комбинованом имовином под управљањем од 51,8 милијарди динара (440 милиона евра). Имовина којом управљају ови фондови има тренд умереног раста, а након усвајања нових закона који регулишу рад алтернативних фондова и отворених инвестиционих фондова са јавном понудом очекује се снажнији раст у овој области;
* Добровољни пензијски фондови су дугорочни инвеститори чија прудентна инвестициона политика подразумева висококвалитетна инвестициона улагања доприноса својих чланова, до исплате која се дешава у будућности. Република Србија има седам добровољних пензијских фондова са укупном комбинованом имовином под управљањем од 48 милијарди динара (410 милиона евра)[[26]](#footnote-26). У Републици Србији добровољни пензијски фондови могу бити значајни инвеститори. Стога би било добро размотрити дијапазон финансијских инструмената у које могу да улажу добровољни пензијски фондови као и дефинисана ограничења по питању могућности улагања у појединачне финансијске инструменте. У првом кварталу 2021. године највише средстава добровољних пензијских фондова је уложено у државне хартије од вредности и то 79,5% укупне имовине фондова (извор: Народна банка Србије).
* Осигуравајућа друштва. Будући да компаније за осигурање узимају премије по којима ће се исплаћивати накнаде штете, односно уговорене накнаде из осигурања у будућности, пожељно је да и оне пронађу могућност за дугорочније улагање. Вредност имовине индустрије осигурања (друштва за осигурање и друштва за реосигурање) у 2019. години износи 299,7 милијарде динара (2,55 милијарди евра).У првом кварталу 2021. године износи 324,1 милијарде динара (2,76 милијарди евра), према подацима Народне банке Србије.
* Комерцијалне банке. Када банке имају обавезе (депозите) веће од одобрених пласмана, оне треба да пронађу могућности за улагање вишка ликвидних средстава, као и да, ради смањења изложености ризику, диверсификују улагања у различите врсте пласмана. Да ли је реч о улагањима на краћи или дужи рок, зависи од временске структуре обавеза. Банке у Републици Србији имају вишак ликвидности од 182 милијарде динара (1,5 милијарди евра), чак и након улагања у државне хартије од вредности.

На страни потенцијалних издаваоца финансијских инструмената такође постоји више категорија и свака од њих је релевантна за раст и развој тржишта капитала:

* Велика привредна друштва из реалног сектора. У овој категорији има преко 100 компанија (са годишњим приходима преко 50 милиона евра), које су потенцијални кандидати за излазак на тржиште капитала и искоришћење његових предности. Услед недостатка акумулираног знања и искуства свих потенцијалних посредника и учесника у процесу, као и непостојања доказано успешних процедура прикупљања капитала са јасно дефинисаним потенцијалним трошковима (посебно професионалних услуга), као и базе инвеститора, домаће велике компаније нису спремне да играју улогу пилот пројекта који ће успоставити недостајућу инфраструктуру.
* Средња привредна друштва из реалног сектора. Такође постоји и велики број средњих предузећа, тј. са приходима између 10 и 50 милиона евра (1,17 до 5,8 милијарди динара) и бројем запослених између 50 и 250. Да ли су то кандидати за јавну понуду зависи од тога да ли је то трошковно рационално. Чак и у случајевима када је излазак на берзу економски исплатив, њихове потребе за финансирањем обично, путем проналажења стратешког партнера, ипак сервисирају приватне компаније, односно фондови приватног капитала - „Private equity” фондови.

Довођење приватних предузећа на тржиште капитала је дугорочни подухват који захтева интензиван процес образовања како издавалаца тако и потенцијалних домицилних инвеститора. Требало би размотрити предлоге за подстицаје, али искуство показује да када субвенције истекну, корпоративно понашање се враћа у претходни статус. Иако су регулаторни трошкови релативно ниски у поређењу са трошковима професионалних услуга, један од предлога за промоцију јавне понуде привредних друштава која се укључују на берзу издавањем обичних или повлашћених акција јесте и корекција накнада које прате излазак предузећа на тржиште капитала.

* Финансијске институције. Банке и лизинг компаније су наведене одвојено од компанија из реалног сектора, јер се природа њихових потреба за финансирањем разликује. Банке би могле имати потребу за евентуалним издавањем специфичних финансијских инструмената као што су посебне врсте обвезница (covered bonds) или финансијских инструмената који се издају у процесу секјуритизације, чему би претходиле детаљне анализе и уређење свеобухватног правног оквира.
* Влада. Република Србија је највећи издавалац финансијских инструмената, са 1,28 билиона динара (10,9 милијарди евра) државних хартија од вредности које су у оптицају од краја 2019. године.

Главна карактеристика финансијског тржишта Републике Србије јесте да је велика концентрација средстава у банкарском сектору, на шта указује и Табела 4:

**Табела 4. Структура финансијског сектора у Републици Србији на крају 2019. године**

|  |
| --- |
| Структура финансијског сектора у Републици Србији 31.12.2019. |
|   | У милијардама динара | У милијардама евра  | % |
| Имовина банкарског сектора | 4.084 | 35 | 79,3  |
| Тржишна капитализација берзе | 570 | 5 | 11,1 |
| Имовина сектора осигурања  | 300 | 2,6 | 5,8 |
| Имовина добровољних пензијских фондова | 45 | 0,4 | 0,9 |
| Имовина инвестиционих фондова\* | 45 | 0,4 | 0,9 |
| Имовина лизинг компанија | 103 | 0,9 | 2,0 |
|   | **5.147** | **44,3** | **100,0** |

 Извор: [www.belex.rs](http://www.belex.rs), [www.nbs.rs](http://www.nbs.rs), \*ЕБРД извештај „Приоритети за развој тржишта капитала у Србији”, Април 2021. године

Ситуација у 2020. години се није битније променила. Имовина банкарског сектора је према подацима Народне банке Србије износила 4.601 милијарди динара са учешћем од 81,4% у структури финансијског сектора, док је учешће тржишне капитализације било 9,2% или 523,4 милијарди динара, а према подацима Београдске берзе. Долазимо до закључка да се већина имовине потенцијалних инвеститора налази у облику депозита код банака, који су на крају 2020. године износили 3.408 милијарди динара.

Тржиште капитала треба да понуди инвестиционе опције које носе већи принос како би се компензовали трансакциони трошкови (уплата депозита је бесплатна, док куповина хартија од вредности са собом носи одређене накнаде). Да би осигурало одрживост, пожељно је да тржиште капитала буде у могућности да привуче инвеститоре са банкарских депозита нудећи бољу понуду инвестиционих производа.

Још један значајан аспект финансијског система у Републици Србији јесте ниво ликвидности у оквиру банкарског сектора. Анализа свеукупног банкарског система који у првом кварталу у 2021. години чине 24 банке указује да систем садржи део средстава који би могао да се каналише у тржиште капитала с обзиром да се на готовину и средства код Народне банке Србије односи 16,9% активе банкарског сектора на крају 2020. године, а да се 17,1% односи на улагања у хартије од вредности (Табела 5).

**Табела 5. Структура средстава банкарског сектора на крају 2020. године**

|  |
| --- |
| **Каналисање банкарских средстава**  |
|   | У милијардама динара | У милијардама евра | % |
| Кредити и потраживања | 2.880 | 24,5 | 62,6 |
| Улагања у хартије од вредности | 791 | 6,7 | 17,1 |
| Готовина и средства код НБС | 776 | 6,6 | 16,9 |
| Остало | 154 | 1,3 | 3,4 |
| **Укупно:** | **4.601** | **38,6** |  |

 Извор: www.nbs.rs

Постојећи вишак ликвидности у банкарском сектору индиректно утиче на смањење ликвидности секундарног тржишта државних хартија од вредности. Не постоји потреба да банке тргују државним хартијама од вредности јер исте купују и држе их како би апсорбовале њихову ликвидност. У првом кварталу 2021. године банке држе 52% oд укупних државних хартија од вредности. Вредност промета ових хартија од вредности је у 2019. години била 39,8% oд салда номиналне вредности.

Инвестиционе фондове видимо као један од најзначајнијих извора институционалне тражње. На крају 2020. године у Републици Србији је било 18 инвестиционих фондова и пет друштава за управљање инвестиционим фондовима који управљају имовином вредности 51,8 милијарди динара (55 милиона евра). Овај сектор је оријентисан на улагања у краткорочне финансијске инструменте са фиксним приходом (осам инвестиционих фондова), али би донети Закон о отвореним фондовима са јавном понудом и Закон о алтернативним инвестиционим фондовима могли позитивно да се одразе на будуће пословање инвестиционих фондова и њихово дугорочно улагање. Овом стратегијом желимо да постигнемо раст улагања инвестиционих фондова у дугорочне хартије од вредности на начин да овај проценат достигне ниво од 15% до краја 2026. године. Тренд кретања имовине којом управљају инвестициони фондови је приказан у Табели 6. и Графикону 6.

**Табела 6. Тренд кретања имовине којом управљају инвестициони фондови у периоду 2015 – 2020. године**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Година | Број инвестиционих фондова | Имовина којом управљају инвестициона друштва ( у 000 динара) | Приливи (+/-) (у 000динара) | Имовина којом управљају инвестициона друштва (ЕУР у 000 евра) | Приливи (+/-) (у 000 евра) | % промене имовине којом управљају фондови |
| 2015 | 13 | 17.128.940 |   | 140.833 |   |   |
| 2016 | 13 | 21.122.820 | 3.993.880 | 171.073 | 30.241 | 23 |
| 2017 | 19 | 25.293.170 | 4.170.350 | 213.494 | 42.420 | 20 |
| 2018 | 21 | 27.623.070 | 2.329.900 | 233.708 | 20.215 | 9 |
| 2019 | 18 | 44.457.101 | 16.834.031 | 378.060 | 144.351 | 61 |
| 2020 | 18 | 51.777.900 | 7.320.799 | 440.362 | 62.303 | 16 |

 Извор: ЕБРД извештај „Приоритети за развој тржишта капитала у Србији”, април 2021. године



Графикон 6. Имовина којом управљају инвестициона друштва (у 000 динара)

Извор: ЕБРД извештај „Приоритети за развој тржишта капитала у Србији”, април 2021. године

Добровољни пензијски фондови могу имати много већи потенцијални утицај на развој тржишта капитала. У Републици Србији послују четири друштва која управљају имовином седам добровољних пензијских фондова, а која је у збиру на крају 2020. године износила 47 милијарди динара (401 милион евра ). Потреба пензионих фондова да улажу у дугорочне хартије је оправдана с обзиром на то да они прикупљају средства улагача, а исплаћују иста са приносом након дужег низа година. Међутим, према доступним подацима добровољни пензијски фондови улажу око 79,5% своје имовине у хартије од вредности са фиксним приходом (извор: Народна банка Србије)[[27]](#footnote-27). Уколико би у будућности овај однос између улагања у хартије од вредности са фиксним приходом и улагања у акције био 50% : 50% добровољни пензијски фондови би усмерили на тржиште капитала 138 милиона евра. Очекује се да ће утицај овог прилива средстава на тржиште капитала бити већи током времена, с обзиром да вредност имовине у последњих пет година расте по стопи од 12% или 34 милиона евра.

Тренд кретања имовине којом управљају добровољни пензијски фондови је приказан у Табели 7. и пратећим графиконима 7. и 8. који приказују промене у управљању на имовини код ових фондова.

**Табела 7. Тренд кретања имовине којом управљају добровољни пензијски фондови у периоду 2015 – 2020**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Година | Број пензионих фондова | Имовина којом управљају пензиони фондови (у 000 динара) | Приливи (+/-) (у 000 динара) | Имовина којом управљају пензиони фондови (у 000 евра) | Приливи (+/-) (у 000 евра) | % промене имовине којом управљају фондови |
| 2015 | 7 | 28.953.993 | 5.299.598 | 238.057 | 42.499 | 22 |
| 2016 | 7 | 32.860.400 | 3.906.407 | 266.136 | 28.078 | 13 |
| 2017 | 7 | 36.319.400 | 3.459.000 | 306.563 | 40.428 | 11 |
| 2018 | 7 | 40.264.245 | 3.944.845 | 340.661 | 34.097 | 11 |
| 2019 | 7 | 45.359.300 | 5.095.055 | 385.732 | 45.071 | 13 |
| 2020 | 7 | 47.122.700 | 1.763.400 | 400.771 | 15.039 | 4 |

Извор: Народна банка Србије, односно [www.nbs.rs](http://www.nbs.rs), ЕБРД извештај „Приоритети за развој тржишта капитала у Србији”, април 2021. године



Графикон 7. Имовина којом управљају пензиони фондови (у 000 динара)

Извор: НБС, односно [www.nbs.rs](http://www.nbs.rs), ЕБРД извештај „Приоритети за развој тржишта капитала у Србији”, април 2021. године



Графикон 8. % имовине којом управљају фондови

Извор: НБС, односно [www.nbs.rs](http://www.nbs.rs), ЕБРД извештај „Приоритети за развој тржишта капитала у Србији”, април 2021. године

На Графикону 9. дат је приказ структуре активе сектора добровољних пензијских фондова која указује на низак потенцијал коришћења финансијских инструмената које нуди тржиште капитала.



Графикон 9. Структура активе сектора добровољних пензијских фондова

на крају првог квартала у 2021.

Извор: Народна банка Србије, https://nbs.rs/export/sites/NBS\_site/documents/dpf/izvestaji/dpf\_I\_21.pdf.

Сектор добровољних пензијских фондова оцењујемо као стабилан, али је евидентан скроман раст броја учесника и имовине којом они управљају. Овом стратегијом желимо да активности надлежних органа и учесника на тржишту усмеримо ка анализи могућности раста улагања ових фондова на начин да им се омогући улагање у шири опсег хартија од вредности, као и редефинисање лимита односно ограничења која важе за улагања у поједине хартије од вредности. Међутим, један од изазова представља и недостатак дугорочних финансијских инструмената домаћих привредних друштава у која може да се улаже.

Када говоримо о потенцијалу тржишта капитала треба поменути и осигуравајућа друштва. У Републици Србији послују четири друштва за осигурање живота, шест композитних друштава (животно осигурање и неживотно осигурање), шест друштава која се баве само неживотним осигурањем и четири друштва за реосигурање. Укупан портфолио свих друштава је на крају 2019. године износио 299,7 милијарди динара (2,55 милијарди евра), a на крају 2020. године 314,2 милијарде динара (2,67 милијарди евра).[[28]](#footnote-28). Међутим, осигуравајућа друштва немају праксу улагања у акције. Само 1,2% портфолија се састоји од акција у 2019. години (1,0% у 2020. години и 1,0% у првом кварталу 2021. године)[[29]](#footnote-29). Уколико би осигуравајућа друштва редефинисала однос својих портфолија на 50% : 50%, акције у односу на дужничке хартије од вредности (задржавајући тренутни ниво готовине и потраживања) добили би, применом података о уложеним средствима у државне хартије од вредности и акције (50% ових средстава умањен за износ већ инвестираних средстава у акције) на крају 2020. године, прилив од 96.095 милиона динара (817 милиона евра), док применом података на крају првог квартала 2021. године прилив од 98.486 милиона динара (838 милиона евра), што представља значајан износ на страни тражње инвеститора, a чије искоришћење би зависило од адекватне понуде акција, као и конкретног инвестиционог портфолија сваког друштва за осигурање појединачно. На Графикону 10. дат је приказ активе сектора осигурања који потврђује изузетно низак проценат улагања у власничке хартије од вредности.



Графикон 10. Структура активе сектора осигурања на крају првог квартала у 2020. и 2021. години;

Извор: Народна банка Србије

Имајући у виду рочну неусклађеност активе и пасиве банкарског сектора (ограничене могућности пласмана дугорочних кредита), неопходно је да овде иступи тржиште капитала пружањем атрактивнијих могућности које ће задовољити потребе компанија за дугорочним изворима финансирања.

## Јавни сектор

У току израде Стратегије вођене су консултације на тему потенцијала јавног сектора у развоју тржишта капитала. Констатовано је да су Република Србија (Министарство финансија), предузећа у државном власништву и јединице локалне самоуправе главни покретачи у развоју тржишта капитала.

Република Србија је највећи издавалац са 1.280 милијарди динара (10,9 милијарди евра) државних хартија од вредности које су у оптицају на крају 2019. године. Државне хартије од вредности су финансијски инструменти чија је вредност исказана у домаћој или страној валути, о чијој емисији, одлучује Влада или министар финансија, које се емитују, преносе и евидентирају у облику електронског записа у информационом систему ЦРХоВ.

Хартије од вредности које емитује Република Србија могу бити дугорочне и краткорочне. Дугорочне државне хартије су хартије од вредности са роком доспећа преко једне године о чијем емитовању одлучује Влада. Дугорочне државне хартије могу куповати сва домаћа и страна правна и физичка лица, преко овлашћених учесника. Краткорочне државне хартије од вредности представљају хартије од вредности са роком доспећа до једне године, о чијем емитовању одлучује министар финансија или лице које он овласти, осим у случају када је датум доспећа у наредној буџетској години, када о емитовању одлучује Влада. Емитенти у јавном сектору могу бити различити – држава, њени органи, организације и агенције, локални органи власти, фирме, банке и друге финансијске институције. Краткорочне државне хартије могу куповати само домаћа правна и физичка лица[[30]](#footnote-30).

Привредна друштва у државном власништву

Дошло се до закључка да је потребно сачинити тзв. листу „ледоломаца”[[31]](#footnote-31) која би довела неколико квалитетних компанија у државном власништву на тржиште капитала и које могу привући интерес инвеститора, стварајући тако позитиван замах за даље издаваоце. Основни задатак би био да се процени која су то најперспективнија предузећа која би позитивно утицала на потенцијалне издаваоце да и они изађу на тржиште.

Обогаћивање понуде на Београдској берзи квалитетним финансијским инструментима извршено је у августу 2010. године када је на „Prime listingu” регулисаног тржишта почело трговање акцијама Нафтне индустрије Србије, да би неколико месеци касније започело и трговање акцијама Аеродрома „Никола Тесла”. На овај начин је понуда домаћег тржишта капитала појачана за два предузећа са вишемилионским бројем акционара. Последице листирања акција ове две велике компаније се могу сагледати помоћу података са Београдске берзе где је видљив раст промета и број закључених трансакција на берзи услед одлуке великог броја акционара да продају акције. На бази изнетог можемо закључити да је листирање акција великих предузећа позитивно утицало на ликвидност тржишта. Иако се предметним акцијама тргује само на „Prime listingu” берзанског тржишта, пораст обима трговања акцијама осталих привредних друштава која нису у државном власништву је забележен и на тадашњем ванберзанском тржишту[[32]](#footnote-32).

Сходно горе наведеном, једна од могућности јесте да се, у складу са исцрпном анализом портфолија јавних предузећа и компанија у већинском власништву Републике Србије, идентификују предузећа која имају потенцијал и капацитет да изађу на тржиште капитала, као и дугорочна стратегија за ову активност. Ова активност би имала значајан, али не и пресудан утицај на тржиште капитала. Уколико спроведене анализе утврде да излазак ових предузећа на берзу није препоручљив, било би пожељно сагледати као алтернативу листирање предузећа која су у делимичном власништву државе.

Јединице локалне самоуправе

Начин финансирања јединице локалне самоуправе је регулисан прописима Републике Србије. Један од начина финансирања одређених интереса градова и општина је задуживање на финансијском тржишту. Овим субјектима је остављено да сами анализирају стање и кретање на финансијском тржишту и да одаберу један од два модела задуживања - кредитног задуживања код банака или емитовање муниципалних обвезница као хартија од вредности.

Муниципалне обвезнице су хартије од вредности које издају јединице локалне самоуправе (општине и градови) ради прикупљања неопходних новчаних средстава, a у циљу реализације капиталних и других пројеката. Већи део научне јавности се приликом дефинисања ових обвезница руководи са два принципа: први, обвезници у улози емитента издају јединице локалне самоуправе; други, интенција емитента обвезница јесте да прикупљена новчана средства искористе за финансирање развојних и инфраструктурних пројеката. Привлачност инвестирања у овај тип обвезница на финансијском тржишту огледа се у чињеници да су оне често ослобођене плаћања пореза на капиталну добит (или неког другог пореског оптерећења у зависности од државе до државе), што за купце представља значајну чињеницу приликом одабира начина пласирања сопственог капитала[[33]](#footnote-33).

У свету све више на значају добијају зелене обвезнице, чија емисија на српском тржишту капитала може имати позитиван утицај. У овој области је потребно одабрати праве кандидате и пројекте од значаја за државу, општине и градове. Такође је неопходно обезбедити и адекватан законски оквир за издавање овог типа обвезница од стране државе, општине или града.

## Образовање

Образовање друштва, односно појединаца је кључни фактор за развој тржишта капитала у Републици Србији. Финансијска писменост се препознаје као неопходна допуна финансијске заштите потрошача, финансијске инклузије, финансијске регулације и као подршка економској и финансијској стабилности и развоју[[34]](#footnote-34). Препознајући значај финансијске писмености, велики број европских земаља је развио и спровео националне стратегије за финансијско образовање, а многе се спремају да то ураде. Један број европских земаља је ажурирао већ усвојене националне стратегије, трагајући за бољим решењима или суочавајући се са новим изазовима које доносе промене у образовној, економској, финансијској и социјалној сфери[[35]](#footnote-35).

Према Глобалном индексу конкурентности[[36]](#footnote-36), у групи показатеља који мери вештине Република Србија заузима 55. место (са скором од 68,2). У овој области најрелевантнији индикатори који су предуслови и за развој тржишта капитала су:

* Вештине радне снаге **-** мери колико предузећа улажу у тренинге својих запослених. Подаци указују да се по питању улагања компанија у своје запослене ради стицања вештина, Република Србија налази на 104. позицији од 141 држава света (са скором од 43,6), на основу чега се може закључити да се приватни сектор искључиво ослања на формално образовање (школа/факултет) за стицање вештина или самостално ангажовање. Ово указује да је потребно више улагања у запослене, поготово кроз неформалне тренинге или едукације.
* Вештине дипломаца - мериколико вештине стечене након завршетка факултета и средње школе одговарају вештинама које су потребне за рад у привреди. Република Србија у овој области заузима 65. позицију глобално (са скором од 51,9), што није лош резултат и говори у прилог претходном податку да се привреда ослања на формално образовање.
* Вештине опште популације- подразумевају способност грађана да прочитају дигиталне садржаје или да користе рачунар на елементарном нивоу. У овом сегменту, Република Србија заузима 77. позицију (са скором од 51,5). У овом сегменту постоји значајан простор за унапређење и едукацију становништва.

У неким земљама финансијско образовање постоји као посебан предмет, у другим као међупредметна компетенција (не значи увођење нових предмета нити додатних часова тематски посвећених одређеној компетенцији. Основна промена се огледа у динамичнијем и ангажованијем комбиновању знања, вештина и ставова релевантних за различите реалне контексте који захтевају њихову функционалну примену). У Републици Србији је током 2018/19 реализован пилот пројекат финансијског описмењавања под називом „ФинПис” у 34 основне школе, у оквиру којег су развијени приручници и збирке задатака. Према информацији Завода за унапређење образовања и васпитања, развијање финансијске писмености је видљиво у програмима математике, почев од првог разреда основне школе када се помињу задаци са новцем, а у каснијим разредима кроз решавање проблемских задатака са новцем. У првом разреду гимназије ученици се упознају са основним појмовима финансијске математике попут: шта је главница, кредит, каматна стопа, улагање, орочавање новца[[37]](#footnote-37).

Међутим, према резултатима последњег циклуса ПИСА 2018[[38]](#footnote-38) истраживање указује да 1/3 ученика из Републике Србије није достигла ниво функционалне писмености из финансијске писмености. У процени финансијске писмености учествовало је 20 земаља, а тест је решавало око 117.000 петнаестогодишњака. Резултати су такође показали да велики број ученика као основни извор информисања о финансијској писмености наводи породицу, а не школу.

Савремено друштво се суочава са бројним изазовима који захтевају правовремене реакције. У том смислу нису изузетак ни изазови у области финансија. Концепт финансијске писмености захтева да појединац, поред финансијског знања, поседује и способност да примени своје знање, односно да има финансијске вештине. У времену финансијске кризе посебно је значајно да становништво поседује што виши ниво финансијске писмености. Интересовање државе и појединаца за финансијско образовање подстакнуто је низом тенденција: преношење финансијских ризика са државе и послодаваца на појединца, изложеност бројним ризицима у вези са редовношћу финансијских прихода, повећана индивидуална одговорност у смислу доношења већег броја финансијских одлука, разноврснија понуда финансијских производа и услуга и повећана потражња за финансијским производима и услугама. Због тога што је неопходно да компетенције које се развијају у школи одговарају потребама времена у којем деца одрастају и у којем ће живети, финансијско описмењавање ученика у школи је неизоставно. C обзиром да је евидентан мањак финансијског знања код појединаца, не чуди ни незаинтересованост привредних друштава да потребан капитал прибављају на тржишту капитала[[39]](#footnote-39).

Народна банка Србије је 2012. године иницирала израду Стратегије за финансијско образовање и план имплементације исте. На крају сваке године се израђује Извештај о процени активности. Народна банка Србије донела је Стратегију на пољу финансијске едукације за период 2012 – 2015. године и Стратегију Народне банке Србије на пољу финансијског образовања за период 2016 – 2020 (доступно на www.nbs.rs).

Поред поменутог постоји скромна повезаност школа и факултета са предузећима која се баве пружањем финансијских услуга, као и државних институција у чијој надлежности је између осталог и тржиште капитала, као и слаба повезаност истих са привредним субјектима.

Имајући у виду све горе изнето, неопходно је да се кроз Стратегију уложе додатни напори за унапређење образовања појединаца и модернизацију законске регулативе, а све у циљу подизања свести појединаца и значаја развоја тржишта капитала за привреду.

## Постојеће стање кључних предуслова за развој тржишта капитала

Осим стања у кључним секторима, наметнула се потреба и за сагледавањем стања у односу на кључне предуслове које је потребно обезбедити а који утичу на развој тржишта капитала. То су пре свега постојање адекватног правног оквира који ће обезбедити сигурност и ефикасност функционисања тржишта капитала, као и адекватне инфраструктуре.

## Регулаторни оквир

Током последњих пет година, Република Србија је била усредсређена на ревизију свог правног и регулаторног режима како би подржала своје планове за приступање ЕУ. Суштина ових промена вођена је „Преговарачком позицијом Републике Србије за Међувладину конференцију о приступању Републике Србије ЕУ за Поглавље девет - „Финансијске услуге”, коју је Влада усвојила на седници одржаној 12. октобра 2017. године и коју је Република Србија отворила 27. јуна 2019. године на десетој Међувладиној конференцији о приступању ЕУ.

У току су два актуелна питања која ће утицати на тржиште капитала:

* План је да се до краја првог квартала 2022. године изврши сет измена и допуна Закона о тржишту капитала који имају за циљ потпуну хармонизацију са Директивом 2014/65/EУ o тржиштима финансијских инструмената (*Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU)*  (у даљем тексту MИФИД II) у циљу постизања статуса MИФИД тржишта, као и измена и допуна Закона о преузимању акционарских друштава, Закона о привредним друштвима, Закона о факторингу.
* Средином јануара 2021. године, Министарство привреде формирало је радну групу за израду измена и допуна Закона о привредним друштвима са циљем усклађивања закона са Директивом ЕУ 2017/828 у погледу подстицања дугорочног ангажовања акционара. Рок за израду релевантних амандмана одређен је до краја 2021. године.

Наставак рада на законском оквиру изузетно важан и треба да буде у фокусу и у будућности. Ово је битна тачка у оквиру укупних развојних напора[[40]](#footnote-40) у прилог чему је и чињеница да су Закон о алтернативним инвестиционим фондовима и Закон о отвореним инвестиционим фондовима са јавном понудом усклађени са ЕУ Директивама. Наредни кораци се односе на усклађивање пратећих подзаконских аката на нивоу свих релевантних институција (ЦРХОВ, КХоВ, Пореска управа, Београдска берза, Управа за спречавање прања новца).

## Инфраструктура

Поред економских и политичких околности и правне традиције одређене земље, значајно место заузима и адекватна инфраструктура тржишта капитала која не треба да обезбеди само заштиту интереса свих учесника, већ и изградњу поверења у финансијске токове и одржавање стабилности целокупног финансијског система. Прихватајући међународне стандарде, инфраструктура тржишта капитала, у већини земаља, уређена је на начин, да се успоставља посебно тело које регулише, надзире и унапређује токове на тржишту капитала. У Републици Србији ову функцију има КХоВ

КХоВ је независна и самостална државна организација - регулатор тржишта капитала у Републици Србији. Основни задатак је обезбеђење правне сигурности, поштеног и транспарентног функционисања тржишта капитала и заштита инвеститора. Поред своје регулаторне функције, надгледа актере на тржишту капитала: берзе, инвестициона друштва (брокерско-дилерске компаније, овлашћене банке), друштва за управљање инвестиционим фондовима, као и саме инвестиционе фондове.

Посебно место у инфраструктури тржишта капитала, припада ЦРХоВ, као посебној институцији која обезбеђује поузданост, поверљивост и сигурност података о хартијама од вредности. ЦРХоВ је привредно друштво у правној форми акционарског друштва у 100% државном власништву и од великог је значаја за функционисање тржиште капитала. ЦРХоВ води евиденцију о власништву над хартијама од вредности и ти подаци су јавног карактера (осим у случају кастоди и збирног рачуна када подаци о власницима хартија од вредности нису јавно доступни), обавља послове клиринга и салдирања финансијских инструмената и новца по основу трговања финансијским инструментима. Код ЦРХоВ-а није уочен значајан негативан тренд у пословању имајући у виду чињеницу да ова институција наплаћује накнаде не само за трансакције салдирања, већ и за регистрацију хартија од вредности и власништво над истим. С обзиром да је ЦРХоВ од 2003. године развијао „in house” софтвер за регистрацију/праћење промена по питању власништва над финансијским инструментима, исти не може да одговори потребама за усклађивањем са МИФИД II и ЕУ регулативом, те је сходно томе извршена емисија акција у јануару 2021. године у вредности од 100 милиона динара у циљу прикупљања капитала и ангажовања истог за потребе развоја новог софтвера и прилагођавања његове функционалности. Поред наведеног, овим ће се обезбедити и могућност повезивања са међународним и иностраним депозитарима хартија од вредности, чиме ће се додатно повећати атрактивност улагања у домаће хартије од вредности. За даљи развој ЦРХоВ-а и тржишта капитала од значаја је поменути и потписивање Меморандума о разумевању са међународним централним депозитаром Euroclear. Намера Републике Србије је да омогући да се њене обвезнице салдирају путем Euroclear платформе, што ће олакшати страним инвеститорима да имају приступ тржишту државних хартија од вредности. Тиме им се омогућава да домаћем тржишту приступе на сигурнији и стандардизованији начин, што ће резултирати већим приливом капитала, већим обимом трговања и нижом ценом јавног дуга Републике Србије.

У инфраструктури тржишта капитала од значаја су новчани токови и измиривање новчаних обавеза на основу трансакција са финансијским инструментима како би се на одговарајући начин обезбедило поштовање стандарда који су прихваћени у овој области (DvP – Delivery versus Payment). У том смислу постоји међусобна повезаност инфраструктура: система који је успоставио ЦРХоВ (систем за поравнање финансијских инструмената) и RTGS (Real time gross settlement) НБС платног система чији је оператор Народна банка Србије и у којем се трансакције извршавају у реалном времену по бруто принципу (RTGS НБС платни систем). У складу са прописима RTGS НБС је системски важан платни систем и у њему је у складу са Законом о платним услугама обезбеђена и заштићена коначност поравнања (неопозивост преноса новчаних средстава). ЦРХоВ је директан учесник у RTGS НБС платном систему од почетка рада овог система 2003. године и преко новчаног рачуна ЦРХоВ у RTGS НБС систему извршавају се плаћања у складу са прописима којима се уређује тржиште капитала.

Следећи значајан инфраструктурни учесник на тржишту капитала јесте Београдска берза, која представља регулисано и организовано тржиште финансијских инструмената са строго утврђеним правилима трговања, општим критеријумима за прихватање финансијских инструмената којима ће се трговати, као и условима за пријем у чланство берзе.[[41]](#footnote-41) Усвајањем Закона о приватизацији 2001. године, тржиште акција Београдске берзе је значајно омасовљено, што је за последицу имало укључивање око 2.000 издавалаца акција који су статус јавног акционарског друштва стекли по сили закона. Након извршене приватизације, интензивна консолидација власништва узрокована приватизационим моделом довела је константног опадања броја акционарских друштава укључених у трговање на Београдској берзи, те имамо само 18 издавалаца обичних и приоритетних акција на регулисаном тржишту, и то четири јавна акционарска друштва која су листирана на „Prime listingˮ, три акционарска друштва на „Standard listingˮ, а преосталих 11 на „Open marketˮ који представља сегмент регулисаног тржишта који није листинг. На мултилатералној трговачкој платформи (MTP Belex) се тргује акцијама 368 издавалаца. Обим трговања акцијама бележи континуирани негативан тренд од 2008. године година, те сходно томе Београдска берза од 2010. године бележи нето губитак из пословања, с изузетком 2019. године. Да би берза испунила све предуслове који су неопходни за развој тржишта капитала неопходно је да се повећа број привредних друштава која се листирају на берзи као и вредност обима трговања, али исто тако неопходно је да се уведу и нови инструменти за трговање који би били инвестиционо атрактивни потенцијалним инвеститорима (нпр. дигитална имовина, ЕТФ, РЕИТ фондови, посебне врсте обвезница).

Током августа 2021. године Атинска берза је постала квалификовани акционар Београдске берзе с намером да заједнички искористе пословне могућности у ери убрзане глобализације.

Ова сарадња се заснива на два принципа: заједничко уверење да би тржишта капитала требало да имају кључну улогу у обезбеђивању одрживог економског раста локалних економија и заједничка визија да само заједничким снагама могу ефикасно решити растуће проблеме и боље служити потребама издавалаца и инвеститора из локалног односно из међународног окружења.

Београдска берза, као организатор тржишта, има потребу да своју трговачку платформу даље унапреди и уподоби свим регулаторним захтевима које приступање јединственом тржишту ЕУ намеће, те је једна од опција и миграција трговачке активности на трговачку платформу Атинске берзе.

У следећој фази, Београдска берза и Атинска берза ће блиско сарађивати са Владом Републике Србије - Министарством финансија у правцу даљег стратешког развоја српског тржишта капитала, а кроз увођење нових производа и услуга који ће подржати прилив капитала од домаћих и страних инвеститора на Београдској берзи[[42]](#footnote-42).

Смањен обим трговања финансијским инструментима се негативно одразио и на брокерско-дилерска друштва те је дошло до затварања многих (у 2020. је пословало 15 брокерско-дилерских друштава, док их је у 2010. години било преко 60). Оно што је важно када говоримо о перспективи брокерских друштава потребно је фокусирати се на очување и раст постојећег екосистема независних брокера (који нису субсидијари банака) јер се њиховим евентуалним гашењем ионако банкоцентрично финансијско тржиште додатно концентрише на пословне банке, редукујући конкретност, тиме и квалитет и иновативност српског тржишта капитала.

# Шта се жели постићи Стратегијом?

Циљ Стратегије је да Република Србија развије конкурентно, високо ефикасно, транспарентно и продуктивно тржиште капитала које ће српским институционалним и индивидуалним инвеститорима и емитентима пружити широк спектар производа и услуга упоредиву са водећим регионалним и европским финансијским центрима. Истовремено, циљ је да Република Србија настави да креира и континуирано снажно развија дубину и ширину свих сегмената и услуга које се нуде на домаћем тржишту капитала у циљу креирања додатне вредности за домаће и међународне учеснике у складу са конкурентним предностима Републике Србије и њене привреде.

У складу са наведеним, жели се постићи следеће:

1. оптимизацију регулаторног система за подршку већем учешћу на тржишту капитала;
2. повећање квалитета, атрактивности и доступности инвестиционих производа и повећање броја издавалаца у систему;
3. привлачење домаћих и међународних инвеститора;
4. креирање подстицајног и ефикасног институционалног оквира;
5. јачање институционалних капацитета у погледу технологије и људских ресурса;
6. промоција и финансијска едукација учесника на тржишту, укључујући укупну популацију.

# Циљеви Стратегије

Општи циљ Стратегије је активирање тржишта капитала у функцији економског раста, запошљавања и квалитетнијег живота грађана.

Показатељ:

1. Учешће тржишне капитализације у бруто домаћем производу.

Почетна и циљне вредности показатеља биће одређене у оквиру Акционог плана за спровођење Стратегије за развој тржишта капитала за период 2021. до 2026. године (у даљем тексту: Акциони план) .

Посебни циљеви стратегије су следећи:

Посебан циљ 1 (ПЦ 1) - Унапређен институционални оквир и законска регулатива као предуслов за привлачење домаћих и међународних, индивидуалних и институционалних инвеститора, и боље, транспарентније и ефикасније тржиште капитала

Показатељ:

1. Пораст броја учесника на тржишту капитала. Почетна и циљне вредности индикатора биће одређене у оквиру Акционог плана.

 Мере:

**1.1.** **Унапређење регулаторног оквира за даљи развој тржишта капитала**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Назив активности: | Орган који спроводи меру | Органи партнери у спровођењу  | Рок за завршетак мере | Извор финансирања |
|
| 1.1.1. Доношење новог Закона о тржишту капитала, у циљу усклађивања са правним тековинама ЕУ и постизања статуса МИФИД II усклађеног тржишта | Министарство финансија | КХоВ, ЦРХоВ, Министарство привреде, Управа за јавни дуг, Београдска берза, Народна банка Србије | 2021. | - |
| 1.1.2. Доношење новог Закона о преузимању акционарских друштава | КХоВ | Министарство финансија | 2022. | - |
| 1.1.3. Измене и допуне Закона о привредним друштвима  | Министарство привреде | Министарство финансија | 2021. | - |
| 1.1.4. Измене и допуне Закона о факторингу  | Министарство финансија | Народна банка Србије | 2022. | - |
| 1.1.5. Припрема Нацрта Закона о групном финансирању  | Народна банка Србије | Министарство финансија, Министарство привреде | 31/12/2022. | - |
| 1.1.6. Израда анализе ефеката увођења мултилатералног поравнања у Републици Србији | Министарство финансија | - | 2022. | Донаторска средства |
| 1.1.7. Усклађивање свих осталих закона на које утичу измене, ако се оцени да је то потребно | Министарство финансија | Министарство привреде, Народна банка Србије, КХоВ, ЦРХоВ, Управа за јавни дуг, и други | 2022. | - |

Показатељ: Број донетих и измењених прописа. Почетна и циљне вредности индикатора биће одређене у оквиру Акционог плана.

Регулаторни оквир који се односи на тржиште капитала пролази кроз свеобухватно унапређивање, јер је у поступку хармонизације са регулативом ЕУ. Циљ свих активности у вези са унапређењем регулаторног оквира јесте постизање статуса МИФИД II тржишта, које је предуслов за привлачење домаћих и међународних институционалних и индивидуалних инвеститора, и боље, транспарентније и ефикасније функционисање тржишта капитала. Поред наведеног, Стратегија предвиђа и доношење сета закона који ће омогућити алтернативне изворе финансирања привредним субјектима у раним фазама развоја, у циљу увођења нових финансијских инструмената.

**1.2. Унапређење институционалног оквира**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Назив активности: | Орган који спроводи меру | Органи партнери у спровођењу  | Рок за завршетак мере | Извор финансирања |
|
| 1.2.1. Свеобухватна анализа пореских прописа и поступака, извештавања, дуплирање пореза, порез на репо и осигуране зајмове, одступања у третману сличних финансијских производа.  | Министарство финансија | Пореска управа | 2022. | Донаторска средства |
| 1.2.2. Усвајање свих релевантних подзаконских аката у циљу ефикасне имплементације закона у области тржишта капитала  | Министарство финансија | КХоВ, ЦРХоВ, Управа за јавни дуг, Београдска берза, Народна банка Србије, Пореска управа, Управа за спречавање прања новца и финансирање тероризма | 2022. | - |

Показатељ: Удео домаћинстава, корпорација, банака и власничких хартија од вредности у тржишном промету. Почетна и циљне вредности индикатора биће одређене у оквиру Акционог плана.

Један од циљева ове стратегије је да осигура да се развије ефикасан, конкурентан и подстицајан институционални оквир.

Најчешћа жалба привредника у области пореске политике односи се на потешкоће које страни инвеститори имају у верификацији плаћања важећег пореза на капиталну добит како би могли да изврше репатријацију оствареног профита након продаје хартија од вредности. Сваки страни инвеститор треба да ангажује локалног пореског агента ради подношења свих потребних доказа о уплати. То чини процес компликованим и спорим, а представља предуслов за ослобађање средстава.

Претходно наведено може оставити негативан утисак на стране инвеститоре који одлуче да дођу на српско тржиште, али не могу благовремено да приступе свом новцу. Дакле, тржиште треба да понуди ефикасан механизам за улазак и излазак из инвестиција и приступ средствима у случају када су све обавезе испуњене, тако да учешће страног инвеститора на тржишту Републике Србије не би било једнократно искуство.

Другo питање односи се на опорезивање јединствених прихода од производа осигурања. Индустрија осигурања примећује да се приход од улагања у портфеље који подржавају производе повезане са јединицама двоструко опорезује: једном на нивоу „фонда” и поново по расподели власнику полисе. То је у супротности са најбољом праксом и ове процедуре би требало побољшати. Тежња међу развијеним тржиштима је опорезивање индиректних инвеститора једнако као и директних инвеститора.

Још једно истакнуто питање је да камате примљене од државних обвезница нису опорезиве, док се камате на корпоративне обвезнице опорезују. Ово представља једну врсту субвенција за државне обвезнице и отежава процес доношења одлука да се инвестира у корпоративне обвезнице.

Досадашња политика субвенционише трезорске хартије од вредности и чини их привлачнијим за инвеститоре од улагања у привредна друштва (у основи без ризика). То такође значи да се трошкови издаваоца подижу ефективном пореском стопом инвеститора, а затим прилагођавају ризику.

Посебни циљ 2 (ПЦ 2) - Измењена структура и проширен спектар услуга на домаћем тржишту капитала

Показатељи:

Број новоиздатих хартија од вредности које се котирају на берзи

Увођење нових категорија производа и услуга на тржишту капитала

Повећана тржишна капитализација

Почетна и циљне вредности индикатора биће одређене у оквиру Акционог плана.

Мере:

**2.1. Увођење нових инвестиционих производа и издавалаца на домаће тржиште капитала**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Назив активности: | Орган који спроводи меру | Органи партнери у спровођењу  | Рок за завршетак мере | Извор финансирања |
|
| 2.2.1. Анализа ефеката спровођења ИПО ГО програма Београдске берзе у циљу сагледавања научених лекција које су резултирале у неуспеху овог програма | Београдска берза | Министарство финансија | 2021. | Донаторска средства |
| 2.2.2. Успостављање иницијативе за едукацију емитената хартија од вредности у Републици Србији у циљу повећања броја емисија (свих врста финансијских инструмената) | Министарство финансија | КХоВ, Београдска берза, ЦРХоВ | 2022. | Донаторска средства |
| 2.2.3. Свеобухватна анализа и тржишно поређење трошкова и административног процеса за издавање, одржавање и трговање свим хартијама од вредности које су фокус стратегије, у циљу развоја јединствене трошковне политике на нивоу свих учесника и институција | Министарство финансија | КХоВ, Београдска берза, ЦРХоВ, Народна банка Србије, Привредна комора Србије | 2022. | Донаторска средства |
| 2.2.4. Имплементације јединствене трошковне политике на нивоу свих учесника и институција | Министарство финансија | КХоВ, Београдска берза, ЦРХоВ, Народна банка Србије, Привредна комора Србије | 2022. | Донаторска средства |
| 2.2.5. Анализа најбоље праксе и правног оквира за увођење инструмента покривених обвезница у Републици Србији | Министарство финансија | Народна банка Србије | 2023. | Донаторска средства |
| 2.2.6. Анализа изазова и препрека за издавање муниципалних обвезница и зелених муниципалних обвезница у циљу развоја програма подршке за њихову емисију | Министарство финансија | Министарство државне управе и локалне самоуправе | 2022. | Донаторска средства |
| 2.2.7. Имплементација програма за издавање муниципалних обвезница и зелених муниципалних обвезница | Министарство финансија | Министарство државне управе и локалне самоуправе | 2023. | Донаторска средства  |
| 2.2.8. Анализа комплетног портфолија привредних друштава у државном власништву, у циљу припреме за учествовање у тржишту капитала  | Министарство финансија | Министарство привреде  | 2022. | Донаторска средства / Буџет Републике Србије |
| 2.2.9. Спровођење иницијативе за подршку емисији инвестиционих токена. | Министарство финансија | Београдска берза, КХоВ | 2023. | Донаторска средства |

Показатељ: Број новолистирних хартија од вредности које се котирају на берзи и вредност нових емисија

Почетна и циљне вредности индикатора биће одређене у оквиру Акционог плана.

Постоји широк спектар финансијских инструмената који се могу укључити на тржиште капитала Републике Србије. Неки инструменти већ постоје, друге би требало развити. Према обављеним разговорима са учесницима на тржишту капитала, фокус је на једноставнијим врстама инструмената. Увођење напреднијих финансијских инструмената захтеваће значајну додатну финансијску едукацију учесника на тржишту.

**Обичне акције**

Обичне акције су најосновнији инструмент тржишта капитала. У широкој су употреби у Републици Србији. Обичне акције представљају део капитала акционарског друштва. То је заправо основна врста акција која власницима пружа одређена права попут управљања, учешћа у добити, права прече куповине акција, отуђења акција и права гласа на скупштини акционара, као и учешће у ликвидацији друштва након измирења свих обавеза привредног друштва према повериоцима. По правилу свака обична акција обезбеђује акционару један глас, али је могућа и ситуација у којој постоје различити начини како се то право и реализује, па тако долазимо и до постојања класа акција код којих је могуће да више акција носи један глас (умањено право гласа) или да једна акција носи више гласова (увећано право гласа). Овде је реч о акцијама у оквиру исте врсте које дају различита права гласа. Њихово креирање има за циљ да се направе разлике између власничких права појединих типова акционара и оне се обележавају најчешће словима – класа А, Е…..итд.[[43]](#footnote-43)

Права и обавезе по основу обичних акција регулисани су Законом о привредним друштвима и Законом о тржишту капитала.

У складу са разговорима обављеним са учесницима на тржишту капитала Републике Србије, постоји неколико практичних недостатака у погледу исплате дивиденди, на чему ће бити један од фокуса у наредном периоду.

**Преференцијалне акције**

Преференцијалне акције су такође власничке хартије од вредности, које се разликују од обичних акција у три главна аспекта (1) не носе гласачка права, осим у одређеним случајевима, (2) дивиденда је обично фиксна и утврђена унапред дефинисаном формулом и (3) приоритетни акционари имају предност у односу на власнике обичних акција у случају ликвидације привредног друштва.

Кључна предност издавања преференцијалних акција за емитенте је у томе што се може повећати капитал привредног друштва без утицаја на промене у контроли управљања, тј. структури гласања. Главни недостатак издавања како обичних тако и преференцијалних акција за издаваоца је тај што исплаћене дивиденде нису трошак који се умањује пореску основицу, с обзиром да се исплаћују из нето добити, дакле када је порез на добит већ плаћен. Према томе, у поређењу са дугом привредног друштва, приоритетне акције су скупљи извор капитала.

С обзиром на то да Закон о привредним друштвима начелно покрива ову тему, чини се да преиспитивање и дорађивање регулаторног оквира преференцијалних акција покрива КХоВ, свакако изузев пореских питања која су у искључивој надлежности законодавца.

**Корпоративне обвезнице**

Корпоративне обвезнице су у Републици Србији у ограниченој употреби. Два су основна разлога за то.

Прво, привредна друштва предност дају задуживању код банака у односу на издавање обвезница, јер је процес бржи. Време за финансирање у оквиру успостављеног односа са зајмодавцем може бити само један дан. Чак је и у односима с новим зајмодавцима време за одобравање зајма краће од изласка на тржиште капитала.

Министарство финансија и КХоВ покушали су да ово питање ефикаснијих процедура за емитовање корпоративних обавезница реше на законском, односно подзаконском нивоу, поједностављивањем процедуре за добијање сагласности неопходних за јавну понуду и укључивање на тржиште тих обвезница, и то почев од уредбe Владе током ванредног стања проглашеног због пандемије COVID-19[[44]](#footnote-44). Након истека уредбе, у Закон о тржишту капитала имплементиране су одредбе из наведене уредбе и КХоВ је усвојила трајне измене својих правила којима се поједностављује поступак за састављање проспекта за издавање дужничких хартија од вредности, као и подношења одговарајуће документације КХоВ уз захтев за одобрење проспекта, што ће омогућити привредним друштвима бржи и лакши приступ финансијским средствима неопходним за редовне пословне активности или унапређење и проширење пословања, уз мање трошкове приликом издавања ових хартија од вредности. КХоВ је такође смањила своје накнаде за понуде обвезница. И даље остаје циљ да се олакша јавнa понудa ових обвезница.

Народна банка Србије је изменама подзаконских прописа који регулишу спровођење монетарних операција Народне банке Србије омогућила да се у тим операцијама као колатерал користе и корпоративне обвезнице чији је издавалац домаће привредно друштво са прописаном оценом бонитета. У монетарним операцијама Народне банке Србије прихватају се корпоративне обвезнице издате до 31. децембра 2020. године и чија је најдужа оригинална рочност десет година. Корпоративне обвезнице које испуњавају ове услове могу да буду предмет куповине од стране Народне банке Србије на секундарном тржишту (од банака у Републици Србији), а могу да се користе и као средства финансијског обезбеђења (колатерал) ради добијања кредита за одржавање дневне ликвидности банака и краткорочних кредита за ликвидност на основу залоге хартија од вредности и прибављања динарске ликвидности банака путем репо операција. Циљ ове мере Народне банке Србије, поред осталог, било је и давање иницијалног подстицаја за даљи развој домаћег тржишта капитала и то нарочито у сегменту корпоративних обвезница.

Друго, и што је још важније, постоји наратив да је скупље издавати обвезнице него узимати банкарске кредите. То је зато што систем тржишта капитала наплаћује накнаде за издавање обвезница и њихово одржавање у систему на годишњем нивоу. Поред претходно наведених накнада, ту су и „додатни трошкови” у вези са професионалним услугама потребним за укључивањем понуде обвезница на тржиште: правне, рачуноводствене и евентуално накнаде за агента /гаранта емисије. Професионалне услуге обично имају фиксне минимуме с обзиром да посао захтева приближно једнакo ангажовање, без обзира на величину понуде. Дакле, утицај професионалних накнада као проценат трошкова средстава релативно је већи за емисије мањих обима.

Емисија обвезница има и своје предности које се огледају у следећим карактеристикама: лакше се прикупљају већи износи средстава и на дужи рок (него што су банке спремне да подрже), постоји више могућности у отплати дуга (за разлику од кредита, када се емитују корпоративне обвезнице оне постају ликвидни финансијски инструмент којима се активно тргује на берзама, те компанија може да да откупи свој дуг за мањи износ у случају да цена обвезница на берзи након емисије бележи пад). Такође, у односу на емисију акција, емисија обвезница има одређене предности из угла емитента и оне се састоје из следећем: исплата у виду камате и главнице је ограничен трошак за разлику од исплате дивиденде која се исплаћује из зараде и нема ограничења, исплата камате по основу емитованих обвезница се третира као трошак пословања што компанијама доноси одређене пореске предности, трошкови финансирања путем обвезница су нижи у односу на финансирања путем акција.[[45]](#footnote-45)

**Покривене обвезнице и секјуритизовани инструменти, депозитни рачуни, фондови којима се тргује на берзи, инвестициони фонд за улагања у некретнине**

За разлику од неких других тржишта у развоју, Република Србија није донела посебне законе који регулишу покривене обвезнице/секјуритизоване инструменте и нема потребе да се фокусира на развој истих. Покривене обвезнице и секјуритизовани инструменти се не користе за повећање капитала привредних друштава. Покривене обвезнице омогућавају даваоцима (1) кредита за некретнине, (2) кредита за куповину моторних возила (аутомобили) и (3) лизинга да дођу до ликвидних средстава, али уз задржавање својине.

Ситуација са депозитним потврдама такође није обећавајућа. Нема велике потражње за овим инструментом. Депозитне потврде решавају проблем приступа тамо где постоји атрактивна инострана хартија од вредности коју домаћи инвеститори не могу на други начин купити или продати.

 Ресурси за развој ових инструмената треба да буду ограничени на оне које је могуће уклопити у домаћи правни оквир и за које постоји тражња која не може бити задовољена на трошковно ефикасан начин.

Фондови којима се тргује на берзи (exchange traded funds – у даљем тексту: ЕТФ) су врста хартије од вредности која прати индекс, сектор, робу или другу имовину која се може купити или продати на берзи на исти начин као и обичне акције. ЕТФ-ови се користе за груписање инструмената како би инвеститори могли да куповином акција ЕТФ улажу у групу хартија од вредности уместо да купују сваку хартију појединачно. ЕТФ-ови се формирају као инвестициони фондови, а у Републици Србији би били обележени као алтернативни инвестициони фондови, тако да нема законских препрека за формирање ЕТФ-а у Републици Србији.

Када говоримо о трасту за инвестирање у некретнине (у даљем тексту: РЕИТ – engl. Real Estate Investment Trust), Република Србија није развила правни концепт траста (енг. trust) и стога би сви требали бити формирани као фонд. Траст се у основи користи у две широке области. Први облик је РЕИТ који има за има за циљ стицање земљишта, изградњу објекта, а затим продају тог истог објекта. Друга врста РЕИТ-а управља већ изграђеним некретнинама. Основну имовину траста је тешко проценити. Ово покреће питања заштите инвеститора, јер су спонзори траста дужни да процене тренутну вредност поседоване некретнине. Неадекватна процена вредности имовине која се држи може да створи утисак „лажне добити“, што повећава ниво ризика за инвеститоре. Изазов је дозволити ову врсту колективног финансирања, истовремено штитећи пасивне инвеститоре, те је потребан појачан надзор.

**Класични инвестициони фондови**

У Републици Србији већ постоје класични инвестициони фондови. Сегмент се углавном састоји од фондова на тржишту новца, али постоје фондови са дугорочним инструментима у портфељу.

Усвајањем нових закона о класичним и алтернативним инвестиционим фондовима, правни основ за инвестирање је значајно ојачан. Не постоје правнe или пословнe препреке које би кочиле развој индустрије инвестиционих фондова, осим потребе за висококвалитетним могућностима улагања.

**Зелене обвезнице**

Још једна врста инструмента која се нужно не односи на прикупљање капитала - а може имати потенцијално позитиван утицај на српско тржиште капитала је дужничко финансирање за пројекте из области екологије. Концепт и употреба „зелених обвезница“ релативно је нов у финансијама. Јасно је да се покретачи ове врсте инструмената разликују од емитената корпоративних хартија од вредности.

Зелене обвезнице су дужнички инструменти, на које се примењује правни оквир који покрива корпоративне обвезнице. Међутим, оно што зелену обвезницу може издвојити од општих, су одредбе у оквиру обвезнице који намећу различите врсте обавеза, укључујући и стране (потписнице) које обично нису укључене у одређивање корпоративног дуга. То је зато што зелене обвезнице могу бити подједнако „опредељене циљем који испуњавају као и „вођене профитом”.

У случају зелених обвезница, постоје учесници којима основни циљ није профит. Наиме, изворе финансирања опредељују програми субвенција које нуде спонзори зелених обвезница. Уколико та средства потичу од јавности а не из приватних фондова, у фокус се ставља постизање одређеног циља, док ће остваривање профита бити потиснуто као мотив емисије у други план. Укратко, постизање одређеног циља је за ове учеснике подједнако важно као и остваривање приноса на улагање.

Прва зелена еврообвезница y Републици Србији емитована је септембру 2021. године у износу од једне милијарде евра са роком доспећа од седам година и купонском стопом од 1,00%, најнижом до сада постигнутом на међународном тржишту. Такође, поменутом емисијом Република Србија се сврстала у ред ретких европских земаља које су на међународном финансијском тржишту емитовале зелене еврообвезнице, а које су намењене искључиво за финансирање еколошки прихватљивих пројеката попут финансирања и рефинансирање трошкова везаних за изградњу постројења за пречишћавање воде за пиће и постројења за пречишћавање отпадних вода, за изградњу метроа и модерне железнице, заштиту од поплава, очување биодиверзитета, контролу и превенцију загађења, прикупљање, прераду и рециклажу отпада, енергетску ефикасност и обновљиве изоре енергије. Зелена транша емитована је у складу са стратешким планом Владе о улагању додатних средстава за финансирање пројеката у областима заштите животне средине и ублажавања климатских промена.

**Муниципалне обвезнице**

Муниципалне обвезнице су дужнички инструменти које издаје јединица локалне самоуправе. Емитенти могу бити градови, комуналне службе у власништву локалне самоуправе и органи регионалног развоја. Муниципалне обвезнице подељене су у две широке категорије: (1) обвезнице опште обавезе, које своју отплату базирају на приходима од опорезивање/накнада, и (2) пројектне обвезнице потпомогнуте само токовима прихода генерисаних одређеним пројектом који ће се финансирати. Обвезнице опште обавезе преузимају мањи ризик од пројектних обвезница.

Муниципалне обвезнице су у употреби у Републици Србији у скромном обиму. Међутим, постоји простор за ширење њихове употребе, као што су: процена законских овлашћења за издавање обвезница и поступак одобравања дуга, адресирање капацитета финансијског извештавања кандидата, стварање програма подстицаја, ангажовање на пројектима које промовишу међународне финансијске институције за зелене градове тј. за издавање зелених муниципалних обвезница и обезбеђивање континуираног праћења финансиране активности.

**Дигитална имовина**

У децембру 2020. године Народна скупштина усвојила је Закон о дигиталној имовини. Најважнији разлози за доношење овог закона су регулисање тржишта дигиталне имовине, у циљу његовог унапређења и развоја, с једне стране, и спречавања злоупотреба дигиталне имовине у криминалне сврхе, с друге стране, омогућавање финансирања помоћу инвестиционих токена, унапређење и развој тржишта капитала коришћењем дигиталне технологије и јачање оквира за борбу против злоупотреба на тржишту дигиталне имовине, као и прања новца и финансирања тероризма. Циљ овог закона јесте и унапређење пословног окружења и допринос даљој дигитализацији услуга у привреди у Републици Србији, уз адекватно управљање безбедносним и финансијским ризицима који проистичу из природе овог облика имовине. На овај начин настоји се да се иде у корак са савременим тенденцијама глобалног дигиталног и електронског пословања, али и да се кроз овај вид пружања услуга и пословања додатно подстакне наше информационо–технолошко предузетништво у области информационо-комуникационих технологија, на стандардизован и контролисан начин, пре свега сагласно међународним стандардима у областима борбе против криминала и спречавања прања новца.

Законом о дигиталној имовини омогућено је издавање инвестиционих токена у Републици Србији за које очекујемо да позитивно допринесу финансирању отпочињања пословања, пре свега мањих компанија, у нашој земљи, јер су у тој фази традиционални извори финансирања обично неприступачнији. Инвестициони токени су у пракси засновани на реалним пројектима и представљају врсту дигиталне имовине која се издаје у сврху прикупљања средстава којима ће се финансирати одређени пројекат, а која инвеститору даје одређено право у односу на тај пројекат (нпр. учешће у добити, и то најчешће у виду права на производе или услуге будућег пројекта). Издавање инвестиционих токена обично прати бели папир издаваоца, који одговара проспекту код издавања финансијских инструмената у складу са законом којим се уређује тржиште капитала, с тим што се бели папир издаје и објављује по једноставнијој процедури него проспект, што издавање инвестиционих токена чини примамљивијим видом финансирања, посебно код иновативних стартап-ова и малих и средњих правних лица.

Оно што је од значаја за развој тржишта капитала, утемељено Законом о дигиталној имовини, јесте да је овим законом омогућено издавање финансијских инструмената у облику дигиталне имовине, коришћењем дигиталне технологије, по процедури која је једноставнија од процедуре прописане одредбама закона којим се уређује тржиште капитала.

**Факторинг и мултилатерално поравнање потраживања и трговање**

Једна мање дефинисана идеја за подршку привреди предлаже стварање функције клириншке куће за трговање плативим обавезама предузећа. С обзиром да је ово замишљено као тржиште текућих обавеза компанија, чини се да би се у суштини створило тржиште за „факторинг”. У факторинг трансакцији, мала и средња предузећа користе потраживања која држе од својих купаца као залог или гаранцију за добијање кредита у сврхе обртног капитала. То је обећавајући механизам који омогућава малим и средњим предузећима да у сваком тренутку рачунају на довољну ликвидност за своје пословање и да ефикасно прибаве средства, док не наплате потраживања.

**Привлачење атрактивних учесника на тржиште капитала**

Учесници на тржишту капитала указују да је кључ за оживљавање овог тржишта у способности да се на Београдској берзи тргује са више квалитетнијих хартија од вредности.

Имајући у виду горе наведено, циљ јесте да се сагледа портфолио свих предузећа у којима држава има пуно или делимично власништво и да се државна предузећа изведу на тржиште капитала кроз процесе иницијалних јавних понуда а да затим те кораке следе и компаније у приватном власништву. Циљ наведеног процеса није снажење тржишта капитала Републике Србије *per se*, већ пре свега капитално јачање данашњих државних предузећа са циљем јачања њихове конкурентске снаге и контрибуције кључним макроекономским показатељима, истовремено избегавајући њихова нова задужења, укључујући и државне гаранције за иста. То значи да прво треба узети у обзир потребе за дугорочним финансирањем државних предузећа, а затим и њихову реалну економску способност да својим актуелним и будућим економским потенцијалом привуку инвеститоре.

Приватни сектор поседује значајан потенцијал у смислу његовог изласка на тржиште капитала имајући у виду да су те компаније често профитабилније у односу на државне. Ипак, и за њихов излазак на тржиште капитала јавном емисијом акција постоје препреке које би требало уклонити (порез, таксе итд.) путем предложених мера у наставку.

**Мера 2.2. Привлачење нових инвеститора**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Назив активности: | Орган који спроводи меру | Органи партнери у спровођењу  | Рок за завршетак мере | Извор финансирања |
|
| 2.2.1. Креирање јединствене веб платформе која ће објединити све релевантне информације, процесе и процедуре, податке и трошкове на једноставан и транспарентан начин. Уз коришћење принципа три клика, циљ ове мере је да се олакша приступ свим релевантним информацијама потенцијалним учесницима на страни понуде и потражње | Министарство финансија | Министарство привреде, КХоВ, Београдска берза, ЦРХоВ, Народна банка Србије, Пореска управа, Управа за јавни дуг, Управа за спречавање прања новца и финансирање тероризма  | 2022. | Донаторска средства |
| 2.2.2. Повезивање са барем једним реномираним међународним депозитаром хартија од вредности (Euroclear, Clearstream, SIX SIS) у циљу повећања броја инвеститора у државне хартије од вредности  | Министарство финансија | Народна банка Србије, КХоВ, ЦРХоВ, Управа за јавни дуг | 2022. | Буџет Републике Србије |
| 2.2.3. Анализа ограничавајућих фактора за учешће пензијских фондова и осигуравајућих друштава на тржишту капитала, у циљу активирања инвестиционог потенцијала тих друштава | Министарство финансија | Народна банка Србије | 2022. | Донаторска средства / Буџет Републике Србије |
| 2.2.4. Припрема и имплементација решења питања неактивних рачуна. | Министарство финансија | КХоВ, ЦРХоВ | 2023. | Донаторска средства |
| 2.2.5. Успостављање система примарних дилера и израда одговарајућег надзорног оквира у фазама од 2022 (пилот) до 2025 године (пуна имплементација) | Министарство финансија | Управа за јавни дуг, КХоВ, ЦРХоВ, Београдска берза | 2025. | Донаторска средства / Буџет Републике Србије |

Показатељи:

1. Број домаћих и страних институционалних инвеститора
2. Број посета јединственој веб платформи

Почетна и циљне вредности индикатора биће одређене у оквиру Акционог плана.

Кључно питање како привући инвеститоре на српско тржиште капитала фокусирано је на број, величину и квалитет компанија чије су акције доступне за инвестирање на јавном (берзанском) тржишту. Поред могућности инвестирања у већи број квалитетних компанија, постоје и питања попут: приступа релевантним информацијама, једноставности приступа и трошкова.

**Приступ релевантним информацијама**

Систем тржишта капитала у Републици Србији нуди висок степен релевантних информација. Проблем је што су информације доступне на разним локацијама (Народна банка Србије, ЦРХоВ, Београдска берза и КХоВ су кључни извори). Из перспективе приватног инвеститора, међутим, састављање слике српског тржишта из ових различитих извора можда неће бити једноставно узимајући у обзир потенцијалне трошкове у односу на користи. Одговор је често био предлог за стварање веб портала који би на једном месту садржао потребне информације или управљао подацима са сопствене веб странице на основу других извора, стварајући јединствену слику за заинтересоване стране. Иако идеја о тзв. „*One Stop Shop*” порталу (интернет портал који на једном месту обједињују и чини доступним информације из свих релевантних извора) можда у овом тренутку није практична, постоји барем један сет вредних информација које се лако могу прикупити. Не постоји централизовани извор информација за корпоративне догађаје. Предлог је да се створи стандардизована листа корпоративних догађаја који би се објављивали у стандардном формату.

**Једноставност приступа**

Обављени разговори са представницима привреде указали су на две значајне препреке за учешће инвеститора на овом тржишту на које треба обратити пажњу што је пре могуће. Прво подручје односи се на сам улазак на тржиште капитала. Чести приговори су да процедуре за спречавања прања новца и финансирања тероризма чине отварање новог рачуна веома тешким, али треба имати у виду да су ови захтеви у складу са међународним стандардима. Друго подручје односи се на правила гласања путем пуномоћника. Иако је трајно пуномоћје за гласање признато у Закону о привредним друштвима, његова примена је у пракси отежана. То је зато што издаваоци инсистирају да подаци о броју гласова пуномоћника буду саставни део пуномоћја у случају трајног пуномоћја. Предлог је да се у Закону о привредним друштвима јасно наведе да подаци о броју акција за које се издаје пуномоћје нису потребни у случају трајног пуномоћја.

**Трошкови**

Опште искуство на тржиштима у развоју је да се индивидуални инвеститори не фокусирају на берзанске накнаде или накнаде ЦРХоВ, јер су исте укључене у провизију брокера. Стога ове интерне системске накнаде не утичу преовлађујуће на учешће појединаца/домаћинстава на тржишту капитала. Међутим, искуство показује да су страни институционални инвеститори осетљивији на системске накнаде јер утичу на способност преговарања о целокупној провизији. Република Србија се добро рангира у контексту накнада ЦРХоВ и Београдске берзе у поређењу са земљама бивше СФР Југославије. Ипак, нема финансијског простора за разматрање смањења накнада с обзиром на константне губитке и ерозију капитала кључних институција на тржишту. Ово је један од разлога за разматрање једног од облика повезивања Београдске берзе са ЦРХоВ-ом.

**Kључни аспекти за домаће инвеститоре**

Постоји идеја о свеобухватном регулаторном приступу за „crowdfunding” у Републици Србији. Концепт је прилично добро дефинисан: компанија (која спада у категорију микро или малих предузећа) нуди хартије од вредности ван уобичајених ИПО канала, ограниченом кругу потенцијалних улагача (обично малим инвеститорима), са ограниченим или неформалним откривањем информација. Промовисање crowdfunding-а може имати утицаја на тржиште капитала, али се разликује од класичних финансијских инструмената о којима је раније било речи. Crowdfunding не може повећати ширину и дубину тржишта. Међутим, може имати значајан утицај на микро и мала предузећа која траже финансирање, а не могу да га обезбеде на класичан начин (задужењем код банака или изласком на тржиште) што би им омогућило да достигну следећу фазу и квалификују се за прибављање капитала на берзи. У том смислу, crowdfunding доприноси расту броја привредних друштава. Битан искорак је учињен са Законом о дигиталној имовини који пружа могућности за издавање инвестиционих токена на основу тзв. белог папира, као и за издавање финансијских инструмената мимо уобичајених канала финансирања. Потребно је промовисати и искористити све могућности које ова законска решења пружају, а затим и посебним законом на целовит начин уредити питања групног финансирања.

Друга идеја за промоцију интереса појединаца/домаћинстава на тржишту капитала везана је за решавање питања „неактивних рачуна хартија од вредности” којима се не тргује. Један од предлога је да се имовина/хартије од вредности на неактивним рачунима пренесе на две главне врсте инвестиционих фондова са приватним управљањем, један за наведену имовину, а други за ненаведену. Власници неактивних рачуна добијали би уделе у фондовима и њима би се лако могло трговати. Циљ средстава био би да се професионалним активним управљањем максимизира добит и тиме активирају власници ових рачуна. У мери у којој фондови успевају да изграде вредност портфеља, ово искуство може имати и шире ефекте преливања.

**Кључни аспекти домаћих небанкарских финансијских институција**

Инвестициони фондови, добровољни пензијски фондови и сектор осигурања су главни домаћи институционални инвеститори на српском тржишту. У овим секторима може се идентификовати потреба за новим емисијама и врстама хартија од вредности. Могуће је уочити спремност потенцијалне потражње од 960 милиона евра само из сектора добровољних пензијских фондова и сектора осигурања. Први се односи на ограничења портфеља која је Народна банка Србије прописала овим секторима као њихов регулатор. Друго подручје ограничења учешћа односи се само на добровољне пензијске фондове. Наиме, поред питања колико могу да учествују на тржишту капитала, овај аспект се односи и на то колико су ефикасни у пружању одређених уштеда, с обзиром на то да се уплата пензијског доприноса у добровољне пензијске фондове из средстава послодавца ослобађа плаћања пореза на доходак грађана и доприноса за обавезно социјално осигурање до износа од 6.062 динара по запосленом месечно, као и да се уплате у истом износу које послодавац врши путем административне забране, обуставом и плаћањем из зараде запосленог ослобађају плаћања пореза. Наведене олакшице представљају додатни вид стимулације за запослене и послодавце да један део издвајања за зараде усмере ка штедњи у добровољним пензијским фондовима.

**Кључни аспекти за стране инвеститоре**

Да би се привукли страни инвеститори, неопходно је да постоје све релевантне информације и на српском и на енглеском језику. Да би се ускладили са регулаторним обавезама своје матичне државе и сопственим ризиком, страни инвеститори се суочавају са два питања: 1) систем инфраструктуре и локални регулаторни ризици и 2) ризици компанија у које се улаже. Институције на тржишту капитала не могу пружити дубинске анализе за сва лица у које се улаже, али могу пружити пакет свих информација повезаних са инфраструктурним, системским и локалним регулаторним ризицима.

Република Србија се ослања на кастоди механизме који омогућавају трансфер новца на и са овог тржишта. Министарство финансија потписало је Меморандум о разумевању са *Euroclear* у циљу повезивања Републике Србије са глобалним тржиштем. Међутим, у почетку, не треба очекивати да веза са *Euroclear* или глобалним клирингом хартија од вредности значајно утиче на тржиште корпоративних хартија од вредности.

Посебни циљ 3 (ПЦ3) - Подигнути капацитети и ниво знања свих учесника на тржишту капитала

Показатељи:

1. Већи степен учешћа физичких лица
2. Већи број чланова инвестиционих фондова

Почетна и циљне вредности индикатора биће одређене у оквиру Акционог плана.

**Мера 3.1. Јачање технолошких и људских капацитета институција**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Назив мере: | Орган који спроводи меру | Органи партнери у спровођењу  | Рок за завршетак мере | Извор финансирања |
|
| 3.1.1. Успостављање посебне јединице за тржиште капитала у циљу праћења реализације стратегије, спровођења не-регулаторних активности, координације међуинституционалне сарадње, вођења веб платформе, и пружања централизоване подршке учесницима на тржишту  | Министарство финансија | КХоВ, Управа за јавни дуг | 2022. | Донаторска средства |
| 3.1.2. Развој и имплементација новог софтвера ЦРХоВ  | ЦРХоВ | Министарство финансија, Управа за јавни дуг, Београдска берза, КХоВ | 2022. | Буџет РС |
| 3.1.3. Обезбеђивање свеобухватног програма техничке подршке за релевантне институције у циљу довођења квалитетног кадра, спровођења додатних аналитичких активности, подршке у изради релевантних интерних аката, и друго | Министарство финансија | КХоВ, Управа за јавни дуг, ЦРХоВ, Пореска управа, Управа за спречавање прања новца и финансирање тероризма | 2022. | Донаторска средства  |

Показатељи:

1. Развијен нов софтвер ЦРХоВ
2. Успостављена посебна јединица за праћење реализације стратегије у оквиру Министарства финансија
3. Број новозапослених

Почетна и циљне вредности индикатора биће одређене у оквиру Акционог плана.

Опште питање је да ли су тренутне платформе и инфраструктурни системи адекватни за тренутни и предвиђени ниво развоја тржишта.

Према разговорима који су се водили са привредницима, чини се да је Информационо технолошки (у даљем тексту ИТ) систем Београдске берзе адекватан тренутним потребама, те је евидентно да Београдска берза ради на његовом даљем унапређењу. Инвеститори могу трговати са свог рачунара у реалном времену путем свог брокера. Преноси новца на рачуне за трговање и са њих могу се извршити електронским путем са малим временом одлагања за књижење. Међутим промене које намеће усаглашавање са МИФИД II и ЕУ регулатива захтевају од ИТ система значајне технолошке промене које, евидентно, Београдска берза неће бити у могућности да самостално финансира.

**Мера 3.2. Промоција могућности учешћа на тржишту капитала и едукација свих потенцијалних учесника на тржишту**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Назив мере: | Орган који спроводи меру | Органи партнери у спровођењу  | Рок за завршетак мере | Извор финансирања |
|
| 3.2.1. Успостављање платформе за индустријски дијалог у виду центра за иновације при Министарству финансија, у сврху идентификације препрека за активније учешће привреде на тржишту капитала, са полу-годишњим догађајима посвећеним јединственим сегментима привреде | Министарство финансија | Привредна комора Србије | 2022. | Буџет Републике Србије / Донаторска средства |
| 3.2.2. Организација локалних догађаја усмерених ка промоцији тржишта капитала најмање на полугодишњем нивоу, као и у случају посебних дешавања на тржишту | Министарство финансија | Привредна комора Србије, КХоВ | 2025. | Буџет Републике Србије / Донаторска средства |
| 3.2.3. Организација промоције домаћег тржишта капитала и издаваоца финансијских инструмената, укључујући и Републику Србију, у водећим глобалним финансијским центрима и региону (енг. „National Road Show”) | Министарство финансија | Управа за јавни дуг, Београдска берза | 2025. | Буџет Републике Србије / Донаторска средства |
| 3.2.4. Отварање дијалога са МПНТР и креирање међуресорне радне групе са циљу креирања националне стратегије о финансијском образовању. | Министарство финансија | МПНТР, КХоВ, ЦРХоВ, Београдска берза | 2025. | - |
| 3.2.5. Организација догађаја за ученике средњих школа са циљем унапређења њиховог знања из области финансија, економије и тржишта капитала | Министарство финансија | МПНТР, КХоВ, ЦРХоВ, Београдска берза | 2023. | Донаторска средства |

Показатељ: Број одржаних едукативних и информативних догађаја

Почетна и циљне вредности индикатора биће одређене у оквиру Акционог плана.

До неке мере, кредибилитет тржишта зависи од структуре самог тржишта. Ако је систем гломазан и/или интерно скуп, теже је привући нове инвеститоре. Даље, да би се повећао кредибилитет тржишта, важно је сагледати колико су заштићена права инвеститора, као и како се подржавају тржишни учесници (домаћи и страни инвеститори).

Финансијска писменост се дефинише као скуп знања, вештина и ставова неопходних за постизање финансијског просперитета одговорним финансијским одлучивањем. Финансијска писменост претворена је у кључну животну вештину у данашњем друштву имајући у виду сталну процену финансијског, економског и политичког окружења, као и постепени пренос ризика на појединце. Пружаоци финансијских услуга и нови тржишни учесници развили су нове и често сложене финансијске инструменте. То потрошачима, инвеститорима и малим предузећима даје већи приступ бројним решењима за плаћање, кредитним понудама, дугорочним облицима штедње и инструментима за инвестирање. Ово променљиво и изазовно окружење захтева од појединаца и малих предузећа да буду опремљени знањем, способношћу и мотивацијом за доношење финансијских одлука које ће им осигурати бољу финансијску будућност. Политике перманентног финансијског образовања које оснажују појединце (финансијске директоре, менаџере итд.) и мала предузећа, као и инвеститоре, могу допринети финансијском просперитету које подржава финансијску стабилност и очекивани раст.

# Спроведене консултације

Процеси сарадње и консултација спроведени су у складу са чланом 34. Законом о планском систему Републике Србије, којим је прописано да је током израде докумената јавних политика потребно обезбедити учешће заинтересованих страна и циљних група из реда привредних субјеката, струковних и других организација, као и представника државних органа и осталих учесника у планском систему који спроводе или у односу на које се спроводи та политика.

У складу са тим, припреми Стратегије претходила је консултативна сарадња са релевантним представницима надлежних министарстава, органа и организација, привреде, и других сектора. На почетку израде Стратегије за развој тржишта капитала, у мају 2019. године, формирана је Радна група састављена од представника министарстава (Министарство финансија и Министарство привреде), Управе за јавни дуг, Развојне агенције Србије, Народне банке Србије, КХоВ, Београдске берзе, као и ЦРХоВ.

У поступку припреме Стратегије, Министарство финансија је у периоду од 17. септембра до 7. октобра 2021. године, спровело јавну расправу о тексту Стратегије. Текст Стратегије објављен је на званичној интернет страници Министарства финансија, а сва заинтересована лица била су у могућности да коментаре и мишљења доставе електронским путем. У периоду у којем је одржана јавна расправа, коментари и мишљења су достављени од стране шест институција и предметне коментаре је Радна група размотрила на дан 15. октобар 2021. године.

1. **Процена финансијских средстава потребних за спровођење Стратегије и анализа финансијских ефеката**

 Финансијска средства која су потребна за спровођење Стратегије биће дефинисана Акционом планом. С обзиром на ниску активност берзе није било могуће извршити анализу финансијских ефеката развоја тржишта капитала.

1. **Механизам за спровођење Стратегије и начин извештавања о резултатима спровођења**

За спровођење Стратегије израдиће се Акциони план у року од 90 дана од дана усвајања Стратегије.

Министарство финансија ће полугодишње извештавати Владу о статусу реализације Стратегије, као и о потенцијалним приликама или ризицима за спровођење Стратегије.

Путем Информационог система за планирање, праћење спровођења, координацију јавних политика и извештавање, Министарство финансија ће припремати извештаје о напретку у спровођењу Акционог плана у сарадњи са надлежним министарствима, надлежним органима и организацијама, привредом и факултетима на националном и локалном нивоу.

Трогодишње акционе планове спровођења и извештаје о остваривању ове стратегије израђиваће Министарство финансија у сарадњи са надлежним министарствима, надлежним органима и организацијама, привредом и факултетима. Први трогодишњи Акциони план за спровођење Стратегије биће усвојен у року од 90 дана од дана доношења Стратегије, а наредни акциони планови доносиће се у складу са чланом 18. став 7. Закона о планском систему Републике Србије.

**10. Завршна одредба**

Ову стратегију објавити на интернет страници Владе, интернет страници Министарства финансија и порталу е-Управе, у року од седам радних дана од дана усвајања.

Ову стратегију објавити у „Службеном гласнику Републике Србије”.

05 Број: 011-9585/2021-2

У Београду, 21. октобра 2021. године

ВЛАДА

|  |  |
| --- | --- |
|  |  ПРЕДСЕДНИК Ана Брнабић, с.р. |

1. World Bank Group, „Capital Markets Development: Causes, Effects, and Sequencing“, (World Bank Group, 2019) доступно на енглеском језику на: <https://documents.worldbank.org/en/publication/documentsreports/documentdetail/701021588343376548/capital-markets-development-causes-effects-andsequencing> [↑](#footnote-ref-1)
2. International Monetary Fund, STAFF REPORT FOR THE 2019 ARTICLE IV CONSULTATION AND SECOND REVIEW UNDER THE POLICY COORDINATION INSTRUMENT—PRESS RELEASE; STAFF REPORT; INFORMATIONAL ANNEX; STAFF STATEMENT; AND STATEMENT BY THE EXECUTIVE DIRECTOR FOR REPUBLIC OF SERBIA (IMF, 2019) доступно на: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/07/22/Republic-of-Serbia-Staff-Report-for-the-2019-Article-IV-Consultation-and-Second-Review-under-48511> [↑](#footnote-ref-2)
3. International Monetary Fund, 2021 ARTICLE IV CONSULTATION AND REQUEST FOR A 30-MONTH POLICY COORDINATION INSTRUMENT— PRESS RELEASE; STAFF REPORT; AND STATEMENT BY THE EXECUTIVE DIRECTOR FOR REPUBLIC OF SERBIA (IMF, 2021) доступно на: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2021/06/21/Republic-of-Serbia-2021-Article-IV-Consultation-and-Request-for-a-30-Month-Policy-461077> [↑](#footnote-ref-3)
4. Према подацима Народне Банке Србије, доступни на: <https://www.nbs.rs/sr_RS/drugi-nivo-navigacije/statistika/> [↑](#footnote-ref-4)
5. Према подацима Развојне агенције Србије, доступни на: <https://ras.gov.rs/uspesne-price> [↑](#footnote-ref-5)
6. Предметна дефиниција је доступна на: <https://www.nasdaq.com/glossary/c/capital-market> [↑](#footnote-ref-6)
7. World Bank Group, Practical Guide on the Potential of Capital Markets Development in Small Econonomies (World Bank Group, 2019), доступно на енглеском језику на: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/32067/Practical-Guide-on-the-Potential-of-Capital-Markets-Development-in-Small-Economies.pdf?sequence=1&isAllowed=y> 4 [↑](#footnote-ref-7)
8. Mark J. Roe & Jordan Siegel, Political Instability: Effects on Financial Development, Roots in the Severity of Economic Inequality, 39 J. Comp. Econ. 279 (2011) доступно на енглеском језику на: <https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/12019047/SSRN-id963214.pdf?sequence=1> [↑](#footnote-ref-8)
9. Joseph E. Stiglitz, Jose Antonio Ocampo, Shari Spiegel, Ricardo Ffrench-Davis, Deepak Nayyar, Stability with Growth – Macroeconomics, Liberalization, and Development (Oxford University Press, 2006) 197-220 [↑](#footnote-ref-9)
10. Dimitri G. Demekas and Anica Nerlich, “Creating Domestic Capital Markets in Developing

Countries: Perspectives from Market Participants” (International Financial Corporation, 2020), доступно на енглеском језику на: [https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/dacea4f3-17da-4f4b-943f-9b107dfe3be0/EMCompass-Note+77-Creating+Domestic-Cap-Markets-Dev-Countries.pdf?MOD=AJPERES&CVID=m.SUIvR](https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/dacea4f3-17da-4f4b-943f-9b107dfe3be0/EMCompass-Note%2B77-Creating%2BDomestic-Cap-Markets-Dev-Countries.pdf?MOD=AJPERES&CVID=m.SUIvR) [↑](#footnote-ref-10)
11. Annamaria Lusardi, “Financial literacy and the need for financial education: evidence and implications” Swiss Journal of Economics and Statistics volume 155, Article number: 1 (2019), доступно на енглеском језику на: <https://sjes.springeropen.com/articles/10.1186/s41937-019-0027-5> [↑](#footnote-ref-11)
12. Милко Штимац, Акционарство и демократија, (Aрхипелаг, 2014) [↑](#footnote-ref-12)
13. За више информација о броју метода мерења развоја тржишта капитала погледати: Nihal Bayraktar, “Measuring relative development level of stock markets: Capacity and effort of countries”, (Borsa Istanbul Review, June 2014)74-95, доступно на енглеском језику на: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2214845014000040> [↑](#footnote-ref-13)
14. Снежана Милошевић Авдаловић & Иван Миленковић, „Мерење релативног развоја тржишта капитала у земљама у региону“ (Економски погледи, Vol. 18, број 3/2016) 1-12, доступно на: <https://scindeks.ceon.rs/article.aspx?artid=1450-79511603001M> [↑](#footnote-ref-14)
15. Више о историји развоја тржишта капитала у Европској Унији: Diego Valiante, „ Europe’s Untapped Capital Market Rethinking financial integration after the crisis“ (Centre for European Policy Studies European Capital Markets Institute, 2018), доступно на енглеском језику на: <https://www.eifr.eu/uploads/eventdocs/56f15217eace8.pdf> [↑](#footnote-ref-15)
16. Цео извештај је доступан на: <http://aei.pitt.edu/31823/1/Dev_Eur_Cap_Mkt_1966.pdf>. Овај извештај назван је по председавајућем експертске групе, Клаудију Сегреју, директору студија у Генералној дирекцији Комисије за економске и финансијске послове) [↑](#footnote-ref-16)
17. Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Market <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/lamfalussy_report.pdf> [↑](#footnote-ref-17)
18. Idem 7 [↑](#footnote-ref-18)
19. On a communication from the Commission on the feasibility of the creation of a European Capital Market for smaller entrepreneurially managed growing companies

(COM(95)0498 - C4-0486/95) <https://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?reference=A4-1996-0168&type=REPORT&language=EN&redirect> [↑](#footnote-ref-19)
20. Risk Capital Action Plan (RCAP)

 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=uriserv%3Al24195> [↑](#footnote-ref-20)
21. An action plan to improve access to finance for SMEs <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0870:FIN:EN:PDF> [↑](#footnote-ref-21)
22. <https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union_en> [↑](#footnote-ref-22)
23. <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS> [↑](#footnote-ref-23)
24. Klaus Schwab, World Economic Forum,Global Competitiveness Report „How to end a lost decade of productivity growth“, (2019) [↑](#footnote-ref-24)
25. EBRD; Capital Market Development Priorities for Serbia Report (2021) [↑](#footnote-ref-25)
26. Према подацима Народне банке Србије, доступни на: <https://nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/dpf/izvestaji/dpf_I_21.pdf> [↑](#footnote-ref-26)
27. Извор: <https://nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/dpf/izvestaji/dpf_I_21.pdf> [↑](#footnote-ref-27)
28. Извор: Народна банка Србије, Извештај о стању сектора осигурања за 2020. годину [↑](#footnote-ref-28)
29. Извор: Народна банка Србије, редовни тромесечни извештај о структури инвестиционог портфолија (ре)осигурања [↑](#footnote-ref-29)
30. www.investinginbonds.com [↑](#footnote-ref-30)
31. EBRD; Capital Market Development Priorities for Serbia Report (2021) [↑](#footnote-ref-31)
32. Александар Симић мр, „Утицај листирања великих јавних компанија на ниво ликвидности тржишта акција у РС“, Стручни рад, Школа бизниса Бр 3/2011УДЦ 347.72.031 (497.11) 336.763.347.23 (497.11) [↑](#footnote-ref-32)
33. Горан Селак мр, „Муниципалне обвезнице као хартије од вредности“ (Докторска дисертација, Правни факултет за привреду и правосуђе, Нови Сад,2016), доступно на: <https://nardus.mpn.gov.rs/handle/123456789/6829> [↑](#footnote-ref-33)
34. ОЕЦД 2014 [↑](#footnote-ref-34)
35. Mинистарство науке, просвете и технолошког развоја, Завод за унапређење образовања и васпитања, „Значај финансијског образовања и васпитања и модели за његово укључивање у програме наставе и учења за основну школу“ (2018), доступно на: http://finpis.mi.sanu.ac.rs/pdf/FinPis%20publikacija%20UOZ.pdf [↑](#footnote-ref-35)
36. Klaus Schwab, „Global Competitiveness Report 2019: How to end a lost decade of productivity growth“, (World Economic Forum – Global Competitiveness Report, 2019), доступно на енглеском језику на: <https://www.weforum.org/reports/how-to-end-a-decade-of-lost-productivity-growth> [↑](#footnote-ref-36)
37. supra note 32. [↑](#footnote-ref-37)
38. OECD, “PISA 2018 results”, (OECD, 2018), доступно на енглеском језику на: <https://www.oecd.org/pisa/publications/pisa-2018-results.htm> [↑](#footnote-ref-38)
39. supra note 32. [↑](#footnote-ref-39)
40. EBRD; Capital Market Development Priorities for Serbia Report (2021) [↑](#footnote-ref-40)
41. Сања Бркић, „Тржиште капитала у Србији” (2019) Прегледни рад УДК 336.76 (497.11) [↑](#footnote-ref-41)
42. www.belex.rs/o\_berzi/vesti/aktuelno [↑](#footnote-ref-42)
43. Дејан Д. Ерић, Малиша Д. Ђукић, Душко Н. Бодрожа, „Финансијска тржишта Х.О.” (Датастатус 2021), стр. 784 [↑](#footnote-ref-43)
44. Уредба о поступку за издавање дужничких хартија од вредности („Службени гласник РС”, број 54/20). [↑](#footnote-ref-44)
45. Дејан Д. Ерић, Малиша Д. Ђукић, Душко Н. Бодрожа, „Финансијска тржишта Х.О.” (Датастатус 2021), стр. 672 - 680 [↑](#footnote-ref-45)