П Р Е Д Л О Г

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 2021–2026. 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 као и да утичу 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 нарoчито узимајући у обзир процес интеграција Републике Србије са јединственим тржиштем Европске уније. 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, од предузећа до инфраструктуре, станоградње, малих и средњих предузећа као и у борби против климатских промена“.[[1]](#footnote-1)

Такође, реализација мера Стратегије би требало да осигура да се тржиште капитала у Републици Србији развија на један утемељен, транспарентан и свеобухватан начин обезбеђујући атрактивност домаћег тржишта капитала страним правним лицима, подстичујући инвестирање домаћих финансијских средстава у развој привредних друштава, као и увођење нових финанијских 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 | Markets In Financial Instruments Directive |
| МПНТР | Министарство просвете, науке и технолошког развоја |
| Мфин | Министарство финансија |
| Мприв | Министарство привреде |
| МДУЛС | Министарство државне управе и локалне самоуправе |
| НБФИ | Небанкарске финансијске институције |
| РС | Република Србија |
| 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 („Службени гласник РС”, број 30/18). Стратегија се доноси и као обавеза у оквиру аранжмана закључених са Међународним монетарним фондом („ММФ”) током 2019. и 2021. године, у складу са чл. 50. Закона о планском систему.

## Разлози за доношење

Влада Републике Србије, први пут доноси Стратегију, са циљем пружања подршке одрживом економском расту, као и повећању националне конкурентности кроз добро функционисано тржишта капитала. Влада Републике Србије верује да ће испуњавање ове Стратегије помоћи Републици Србији да побољша тржиште капитала у Републици Србији и да створи темеље за коришћење ширег спектра финансијских инструмената у корист привреде 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).

Влада Републике Србије је свесна да тржиште капитала у Србији тренутно не успева у довољној мери да испуни своју главну функцију - ефикасну алокацију финансијских ресурса штедње и инвеститора (домаћинстава) према привредним друштвима ради финансирања њиховог развоја. Делимично, из историјских разлога традиционално финансирање кроз банкарске производе (депозити и зајмови) данас превладава у Републици Србији.

Једна од међународних обавеза Републике Србије, која је преузета аранжманима закљученим са Међународним монетарним фондом 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 академска 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 предузећима осигура боља диверзификација извора финансирања њихове активности. У ствари, инструменти тржишта капитала су знатно боље дизајнирани за финансирање ризичнијих и иновативнијих пројеката. Диверзификација 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 раде, економија је у стању да ефикасније распоређује ризик и капитал, што је чини потенцијално отпорнијом на шокове.

Препреке развоју тржишта капитала у Републици Србији, у поређењу са развијеним економијама света, су јако уска расподела финансијске имовине домаћинства, ниска штедња, ниска свест привредних друштава о могућности финансирања пословања и истраживања путем тржишта капитала и неадекватна понуда домаћих финансијских инструмената доступних малим 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 стандард њених грађана.

## Израда стратегије

У складу са решењем Министарства финансија Републике Србије 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, Београдске берзе и Централног регистра, депоа и клиринга хартија од вредности. У склопу израде документа су анализиране најбоље међународне праксе. Документ је настао на темељу широког консултативног процеса са представницима свих заинтересованих страна кроз сарадњу са Привредном комором Србије, Koмисијом за хартије од вредности, Централним регистром за хартије од вредности, Европском банком за обнову и развој, Међунарнодним Монетарним Фондом, Немачком Агенцијом за међународну сарадњу (ГИЗ), укључујући и приватни сектор.

# Појам, значај и улога тржишта капитала у развоју држава

Развијена и утемељена тржишта капитала играју кључну улогу у финансирању економског раста и 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 која постоји у обезбеђивању дугорочне ликвидности финансијског тржишта.

Међутим, 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 тржиште капитала се традиционално односи на „тржиште за трговање дугорочним дужничким инструментима, oдносно, 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. Да би се постигао ниво континуираног развоја и раста тржишта капитала, потребно је да држава, и њене институције, предузму одређене регулаторне мере и да кроз интервенцију подстакну трајни раст.

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 појединичаних 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)

Значај тржишта капитала за економски развој држава препознат је и од стране Европске уније,[[15]](#footnote-15) којој Република Србија приступа кроз процес европских интеграција. Слободно кретање капитала, уз слободно кретање робе, услуга и радне снаге, представља једно од кључних циљева Европске уније. Значај интегрисаног тржишта капитала препознат је већ 1966. године са ткз. Сегреовим извештајем (назван по председавајућем експертске групе, Клаудију Сегреју, директору студија у Генералној дирекцији Комисије за економске и финансијске послове) који представља зачетак идеје о јединственом тржишту капитала Европске уније.[[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 Европске уније имати користи кроз већи економски раст и запошљавање. Током 2001. године, комитет мудраца издао је извештај познат као Ламфалусијем извештај[[17]](#footnote-17) у којем се критикује тренутни степен развоја јединственог тржишта капитала Европске уније. Према овом извештају, тадашњи регулаторниоквир, је био сувише ригидан, сложен и неприлагођен темпу глобалних финансијских промена.[[18]](#footnote-18) Сама Европска Комисија је покушала кроз jедан број комуникација, 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 Европске уније.

Упркос покушајима да се ојача заједничко тржиште капитала Европске уније, као и подржи развој тржишта капитала држава чланица, постоји разлика у погледу капитализације, развијености и ликвидности појединих тржишта капитала.

Наредна табела[[22]](#footnote-22) приказује просечну дубину тржишта капитала у односу на БДП у 24 различита сектора делатности током три године до 2019. године, где вредност од 100 представља просечну дубину тржишта капитала у односу на БДП у Европској Унији у 2019. години (укључује и Велику Британију):

|  |  |
| --- | --- |
| Распон дубине тржишта капитала у Европској унији | |
| Луксембург | 371 |
| Велика Британија | 171 |
| Шведска | 149 |
| Холандија | 136 |
| Данска | 119 |
| Француска | 111 |
| Финска | 98 |
| Ирска | 96 |
| Белгија | 87 |
| Шпанија | 84 |
| Италија | 75 |
| Немачка | 71 |
| Малта | 64 |
| Португал | 50 |
| Аустрија | 45 |
| Чешка Република | 41 |
| Естонија | 39 |
| Република Кипар | 38 |
| Пољска | 32 |
| Грчка | 31 |
| Мађарска | 28 |
| Словенија | 22 |
| Хрватска | 22 |
| Литванија | 21 |
| Бугарска | 18 |
| Румунија | 15 |
| Летонија | 14 |
| Словачка | 14 |

Тржиште капитала у САД-у (на 274) је готово две трећине веће у односу на БДП него у Великој Британији (на 171), односно двоструко је дубље од просека у Европској унији (87) без Велике Британије. Луксембург има најдубља тржишта капитала у Европској унији (371), углавном због његове улоге као регионалног чворишта за инвестиционе фондове и као седишта многих компанија које користе тржиштe корпоративних обвезница, али у погледу величине његовo тржиштe капитала je врло малo (2% активности ЕУ и само 0,4% ЕУ БДП). Велика Британија има далеко највеће тржиште капитала у Европи и такође најдубље у односу на друге велике економије.

Тржиште капитала у Републици Србији није новији концепт, већ има дугу традицију утемељену из периода развоја првих државних и привредних институција у земљи. Доситеј Обрадовић, велики српски просветитељ, у свом делу „Мезимац“, препознаје трговину као делатност од истог значаја за организацију друштва са науком и уметношћу.[[23]](#footnote-23) Прво акционарско друштво на територији Србије основано је 1869. године под именом „Прва српска банка“, са већинским страним капиталом. Након тога, у наредне две године, настале су још три финансијске институције, „Београдски кредитни биро“, „Ваљевска штедионица, и „Смедеревска кредитна банка“. Тадашња Краљевина Србија доноси Закон о јавним берзама 1886. године, а Београдска берза доноси Статут 1898. године.[[24]](#footnote-24) Народна банка Србије основана је 1883. године на основу Закона о народној банци као приватна привилегована установа под надзором државе у којој је уписано 38.051 акција, са укупно 3.672 акционара.[[25]](#footnote-25) Након завршетка Првог светског рата и стварања заједничке државе Јужних Словена, 1920. године оснива се Народна банка Краљевине Срба, Хрвата и Словенаца која, поред постојећег капитала Народне банке Србије, уписује додатних 40.000 акција са 725 акционара.[[26]](#footnote-26) До 1937. године, Краљевина Југославија имала је регистровано 584 банака у форми акционарских друштава.[[27]](#footnote-27) Београдска берза, са друге стране, до 1934. имала посете између 100 и 150 људи, а курсни лист је штампан у хиљаду примерака на три језика.[[28]](#footnote-28)

Након промене државног поретка и увођење комунистичог система власти после Другог светског рата, укинута је берза као заостатак капиталистичког система краљевине. Уредбом о продуктивним берзама из 1954. године, дозвољене су продуктне берзе са оснивањем Продуктне берзе у Новом Саду.[[29]](#footnote-29) Након постепене разградње комунистичког система економских односа, 1989. године доноси се Закон о тржишту новца и тржишту капитала и поновног оснивања берзи у тадашњој држави. Савезна Република Југославија усваја Закон о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима 1994. године и тиме укида претходно поменуту уредбу из 1954. године. Након двехиљадитих година, усваја се Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената 2002. године којим се уређује искључиво берзанско пословање. Садашњи законодавни оквир тржишта капитала установљен је Законом о тржишту капитала из 2011. године, који је у каснијем периоду, сходно захтевима тржишта, више пута мењан и допуњаван, као и пратећи подзаконски акти.

# Веза са постојећим политикама и правним оквиром

Законски 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 овом Стратегијом су:

1. **Закон о тржишту капитала** (“Службени гласник РС” 31/2011, 112/2015, 108/2016, 9/2020 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 Централног регистра, депоа и клиринга хартија од вредности; и организација и надлежности Комисије за хартије од вредности.
2. **Закон о приватизацији** (“Службени гласник РС” 83/2014, 46/2015, 112/2015, 20/2016). Главни циљ Закона јесте регулисање услова и процедура за измену власништва друштвеног и државног капитала.
3. **Закон о о заштити корисника финансијских услуга код уговарања на даљину** (“Службени гласник РС” 44/2018). Овим законом уређују се права корисника финансијских услуга код уговaрања 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” 44/2018). Овим законом уређују се услови и начин посебног обезбеђења извршавања финансијских обавеза, на основу уговора о финансијском обезбеђењу који закључују учесници на финансијском 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.
5. **Закон о привредним друштвима** (“Службени гласник РС” 36/2011, 9/2011, 83/2014, 5/2015, 44/2018, 95/2018, 91/2019). 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” 73/2019, 44/2021). 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” 73/2019). 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” 113/2017, 91/2019, 153/2020). 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” 52/2019). 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” 46/2006, 107/2009, 99/2011, 108/2016). 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” 73/2019). 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 Комисије за хартије од вредности; 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” 73/2019). Овим законом уређује се: оргaнизoвaњe и упрaвљaњe oтвoрeним инвeстициoним фoндoвимa 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 Кoмисиje зa хaртиje oд врeднoсти; 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” 153/2020). Овим законом уређују се: издавање дигиталне имовине и секундарно трговање дигиталном имовином у Републици Србији; пружање услуга повезаних с дигиталном имовином; заложно и фидуцијарно право на дигиталној имовини; надлежност Комисије за хартије од вредности; надзор над применом овог закона.
14. **Закон о добровољним пензијским фондовима и пензијским плановима** („Службени гласник РС“85/2005 и 31/2011). Овим законом уређује се: 1) организовање и управљање добровољним пензијским фондовима; 2) оснивање, делатност и пословање друштва за управљање добровољним пензијским фондовима;3) послови и дужности кастоди банке, у смислу овог закона; 4) надлежност Народне банке Србије у вршењу надзора над обављањем делатности друштава за управљање добровољним пензијским фондовима; 5) друга питања од значаја за функционисање добровољних пензијских фондова.
15. **Закон о стечају** („Службени гласник РС“ 104/2009, 99/2011 – др. закон, 71/2012 – одлука УС, 83/2014, 113/2017, 44/2018 и 95/2018)**.** 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 целоукупне 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 овом стратегијом су:

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

Увођење квалитетног капитала као и даљи развој тржишта капитала препознати су као једно од кључних мера за даљи развој привреде Републике Србије.

1. **Стратегија индустријске политике Републике Србије од 2021**. **до 2030. године** ("Службени гласник РС", 35/2020)**;**

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

1. **Програм за унапређење позиције Републике Србије на Ранг-листи Светске банке о условима пословања – Doing business за период 2020-2030. године** ("Службени гласник РС", 89/2020);

Предметни програм наводи мере које треба предузети у циљу побољшања позиције Републике Србије Doing business за период 2020-2030. године што укључује и мере у вези са пословањем на тржишту капитала.

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. **Регулатива 600/2014** о тржиштима финансијских инструмената.
3. **Регулатива 648/2012** о OTЦ дериватима, централним тржишним учесницима и депоима података о трговањудефинише сет правилакоја подразумевају обавезу поравнања одређених OTC CDS (Credit default swaps) путем средишњих других уговорних страна.
4. **Директива 97/9/ЕУ** о системима за обештећење инвеститора. 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 Европске уније - 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. **Регулатива ЕУ 2017/1129** дефинише правила проспекта и информације kojе 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 поравнање хартија од вредности.
10. **Регулатива ЕУ 909/2014** о унапређивању салдирања хартија од вредности у Европској унији и о централним депоима хартија од вредности (Central securities depositories regulation)**.**

# Опис постојећег стања

Основна функција тржишта капитала је да повеже ентитете са вишком капитала и ентитете који оскудевају у истом. Сви остали субјекти који окружују тржише капитала, попут берзе, депозитара 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 мислимо на постојање адекватног правног оквира и развијене инфраструктуре.

Оснивање Београдске берзе било је 1895. године и на европском тржишту представља једну од десет најстаријих. Значајан период за Београдску берзу јесте 1988. година када је усвојен нови закон који уређује предузећа и дефинише да се иста могу оснивати у виду деоничарских друштава која неопходна средства обезбеђују емитовањем деоница. Овај закон је створио услове за поновни почетак трговања на берзи у контексту организованог тржишта хартија од вредности. Након почетка поновног функционисања донет је сет закона до 1990. године којим су послови на берзи регулисани, те је Београдска берза у складу са истим постала модерна берза. Данас је берза организована на модеран начин и представља значајну институцију у којој се посредује при купопродаји хартија од вредности. На Београдској берзи не постоји већи број хартија од вредности које су листиране, што пак није случај са хартијама од вредности на ванберзанском тржишту где је присутан већи број листираних хартија од вредности и које се обавља у већем обиму. Уколико се са одређеним ефектом не врши трговање у питању је хартија од вредности која је неликвидна, тако да не постоји могућност за њеним даљим разматрањем јер важећа цена није њена стварна цена. Ефекти који се узимају у обзир односе се на Листинг А и Листинг Б, као и акције у оквиру индекса Белекс 15.[[30]](#footnote-30) Процес приватизације у Републици Србији за резултат је имао структурну трансформацију предузећа која су друштвеног и државног карактера у акционарска друштва која су отвореног карактера. Током, приватизационог процеса је започело трговање акцијама на берзи, односно обвезницама у мањим количинама са циљем развијања тржишта капитала. Од великог значаја за развој берзанске трговине јесте и развијен информативни систем путем којег се системски може пратити стабилност тржишних економија. Такође, на основу развоја оваквог система утиче се на жеље инвеститора да инвестирају средства у одређене хартије од вредности привредних друштава.

## Преглед и анализа постојећег стања у Републици Србији

На бази анализе коју је спровео ЕБРД евидентно је да напредна тржишта капитала ефикасније усмеравају своју штедњу на тржиште капитала него што то чини Србија. Подаци за 2019. годину говоре да је у Србији свега 2,32% укупне уштеђевине усмерено на тржиште капитала. Такође на бази спроведене анализе утврђено је да је 58% уштеђевине неискоришћено, па се поставља питање да ли се ови ресурси усмеравају у инвестције ван граница Србије. Јасно је да би Република Србија могла да искористи ове уштеде за унутрашње реинвестирање и тиме допринесе расту привреде. Основни циљ би био да се до 2023. године на тржиште капитала усмери 5% од укупне штедње и на тај начин позитивно утиче на раст привреде.

## Постојеће стање у кључним секторима у Србији

## Привреда

Према Глобалном индексу конкурентности[[31]](#footnote-31), у пилару који мери финансијски систем 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 (видети Табелу 1. и 2.), која је проузрокована oд стране више фактора: непостојање адекватног финансијског знања, потенцијални системски и несистемски ризици, мали број атрактивних финансијских инструмената, недостатак ентузијазма.

Табела 1. Промет на Београдској берзи у периоду 2011-2020

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Година** | **Промет у ЕУР** | **Број трансакција** |
| 2020 | 414.647.537 | 18,098 |
| 2019 | 780.641.971 | 31,115 |
| 2018 | 534.125.070 | 60,744 |
| 2017 | 552.822.262 | 66,952 |
| 2016 | 361.994.482 | 87,893 |
| 2015 | 185.770.866 | 146,232 |
| 2014 | 173.518.701 | 238,023 |
| 2013 | 267.006.644 | 344,109 |
| 2012 | 219.765.572 | 483,013 |
| 2011 | 280.180.758 | 2,887,538 |

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

Табела 2. Трендови на тржишту хартија од вредности у периоду 2011-2020

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Година | Број листираних акција на берзи | Тржишна капитализација на крају године (РСД милиона) | Тржишна капитализација на крају године (EУР милиона) | Годишњи обим трговања акцијама (РСД милиона) | Годишњи обим трговања акцијама (ЕУР милиона) |
| 2011 | 1354 | 765,959.53 | 7,319.89 | 24400.14 | 233.18 |
| 2012 | 1111 | 490,957.48 | 4,318.40 | 20505.26 | 180.36 |
| 2013 | 1014 | 663,927.22 | 5,791.30 | 28490.19 | 248.51 |
| 2014 | 945 | 714,584.03 | 5,907.69 | 15563.76 | 128.67 |
| 2015 | 844 | 641,008.12 | 5,270.32 | 17105.98 | 140.64 |
| 2016 | 719 | 592,443.32 | 4,798.19 | 6464.64 | 52.36 |
| 2017 | 634 | 548,868.77 | 4,632.87 | 8266.39 | 69.77 |
| 2018 | 572 | 522,726.05 | 4,422.59 | 7820.46 | 66.17 |
| 2019 | 496 | 569,647.46 | 4,844.24 | 40736.48 | 346.42 |
| 2020 | 443 | 523,407.81 | 4,451.50 | 5030.73 | 42.79 |

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



У Србији има више група инвеститора и сви они су значајни за функционисање тржишта капитала и развој привреде:[[32]](#footnote-32)

* Домаћа штедња - појединци и домаћинства. Република Србија као нација годишње уштеди приближно РСД 819,3 милијарди (€ 6,9 милијарди или 15,12% БДП). За ову штедњу су потребни „домови за инвестирање“.
* Страни инвеститори - институције или појединци. У теорији, износ страних средстава расположивих за српско тржиште капитала је неограничен.
* Инвестициони фондови улажу у разне врсте хартија од вредности са различитим временским хоризонтима. Србија има 18 инвестиционих фондова са укупном комбинованом имовином од РСД 51,8 милијарди (€ 440 милиона). Имовина којом управљају ови фондови има тренд умереног раста, а након усвајања нових закона који регулишу рад алтернативних фондова и отворених ивестиционих фондова са јавном понудом очекује се снажнији раст у овој области.
* Добровољни пензијски фондови су дугорочни инвеститори који данас теже дугорочном висококвалитетном инвестиционом улагању и то за доприносе својих учесника, па до исплате која се дешава у будућности. Србија има 7 добровољних пензијских фондова са укупном комбинованом имовином од РСД 47 милијарди (€ 400 милиона). У Србији добровољни пензијски фондови могу бити значајни инвеститори. Да би се то десило потребно је да се ревидира дијапазон финансијских инструмената у које могу да улажу добровољни пензијски фондови као и дефинисанa 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 81% укупне имовине фондова.
* Осигуравајућа друштва. Будући да компаније за животно осигурање данас узимају премије које ће се исплаћивати у будућности, и оне морају пронаћи могућност за дугорочније улагање. Вредност имовине индустрије животног осигурања износи РСД 221,8 милијарде (€ 1,88 милијарди).
* Комерцијалне банке. Када банке имају обавезе (депозите) веће од одобрених пласмана, оне морају да пронађу могућности за улагање вишка ликвидних средстава. Да ли је реч о улагањима на краћи или дужи рок, зависи од временске структуре обавеза. Банке у Србији имају вишак ликвидности од РСД 182 милијарде (€ 1,5 милијарди), чак и након улагања у државне хартије од вредности.

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

* Велике компаније из реалног сектора. У овој категорији има преко 100 компанија (са приходима преко € 50 милиона) које су потенцијални кандидати за излазак на тржиште капитала и искоришћење његових предности. Услед недостатка ентузијама, исте се не одлучују за излазак на берзу.
* Средња предузећа из реалног сектора. Такође постоји и велики број средњих предузећа, тј. са приходима између 10 и 50 милиона евра (РСД 1,17 до 5,8 милијарди) 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 није, њихове потребе за финансирањем обично сервисирају приватне инвестиционе компаније.

Довођење приватних предузећа на тржиште капитала захтева процес образовања и у питању је дугорочни подухват. Требало би размотрити предлоге за подстицаје, али искуство показује да када субвенције истекну, корпоративно понашање се враћа у претходни статус. С обзиром да је одрицање од накнада један од предлога за промоцију јавне понуде привредних друштава која се укључују на берзу издавањем обичних или повлашћених акција, потребно је извршити корекцију свих трошкова који прате излазак на тржиште.

* Предузећа из финансијског сектора. Банке и лизинг компаније су наведене одвојено од компанија из реалног сектора, јер се природа њихових потреба за финансирањем разликује. Банке ће можда морати да издају хартије од вредности као што су покривене обвезнице и секјуритизације.
* Влада Републике Србије. У земљи је Министарство финансија највећи издавалац, са РСД 1,28 билиона (€ 10,9 милијарди) тржишних државних хартија од вредности које су у оптицају од краја 2019.

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

Табела 3. Структура финансијског сектора у Србији на крају 2019. године

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Структура финансијског сектора у Србији 31.12.2019. | | | |
|  | РСД (млрд) | ЕУР (млрд) | % |
| Имовина банкарског сектора | 4082.13 | 34.71 | 79.81 |
| Тржишна капитализација берзе | 569.65 | 4.84 | 11.14 |
| Имовина животног осигурања | 19 | 0.16 | 0.37 |
| Имовина осигурања имовине и осигурања од несрећа | 256.15 | 2.18 | 5.01 |
| Имовина добровољних пензијских фондова | 40.32 | 0.34 | 0.79 |
| Имовина инвестиционих фондова | 44.46 | 0.38 | 0.87 |
| Имовина лизинг компанија | 102.91 | 0.88 | 2.01 |
|  | 5114.62 | 43.49 | 100 |

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

Долазимо до закључка да се већина имовине потенцијалних инвеститора налази у облику депозита код банака. У корист овој тврдњи иде и доле приложена табела:

Табела 4. Алокација средстава инвеститора на крају 2019. године

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Aлокација средстава инвеститора 31.12.2019.** | | | |
|  | РСД (млрд) | ЕУР (млрд) | % |
| Депозити банкарског сектора | 2963 | 25.2 | 58.15 |
| Брокерски рачуни: Трезорски записи и обвезнице ЈЛС | 989 | 8.41 | 19.41 |
| Брокерски рачуни: Aкције и корпоративне обвезнице | 872 | 7.42 | 17.12 |
| Имовина добровољних пензијских фондова | 45 | 0.39 | 0.89 |
| Имовина осигурања имовине и осигурања од несрећа | 166 | 1.41 | 3.26 |
| Имовина инвестиционих фондова | 44 | 0.38 | 0.87 |
| Портфолио имовине животног осигурања | 15 | 0.13 | 0.31 |
|  | 5094 | 43.34 | 100.01 |

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

Како би тржиште капитала понудило инвестиционе опције које носе већи принос у замену за додатне трансакционе трошкове (уплата депозита је бесплатна, док куповина хартија од вредности са собом носи одређене накнаде), потребно је привући инвеститоре са банкарских депозита нудећи бољу пословну понуду.

Још један значајан аспект финансијског система у Србији јесте ниво ликвидности у оквиру банкарског сектора. Анализа свеукупног банкарског система који чине 24 банке указује да систем садржи значајан део неискоришћених средстава који би могао да се каналише у тржиште капитала на шта упућује и Табела 5. Од укупно RSD 3.5 трилиона (€ 29.5 милијарди) само 0.56 % је усмерено на тржиште капитала у 2019. години. Оваква ситуација указује да инвестиционе потребе банака нису задовољене на тржишту капитала, али исто тако и да не постоји потреба за издавањем покривених обвезница и/или ХоВ за прикупљање ликвидних средстава.

Табела 5. Aлокација расположивих средстава банкарског сектора

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Каналисање банкарских средстава** | | | |
|  | РСД 000 | ЕУР 000 | % |
| Слободна средстава | 3.468.985.279 | 29.505.148 |  |
| Пласмани клијентима | 2.386.118.437 | 20.294.920 | 68,78 |
| Пласмани другим ентитетима | 214.345.367 | 1.823.096 | 6,18 |
| Пласмани у трезорске записе | 667.164.245 | 5.674.507 | 19,23 |
| Средства код НБС | 181.,927.970 | 1.547.372 | 5,24 |
| Улагања у недржавне хартије од вредности | 19.429.260 | 165.254 | 0,56 |

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

Постојећи вишак ликвидности у банкарском сектору индиректно утиче на смањење ликвидности секундарног тржишта трезорских записа. Не постоји потреба да банке тргују трезорским записима јер исте купују и држе их како би апсорбовале њихову ликвидност. Данас банке држе 52% oд укупних трезорских записа. Вредност промета ових записа је у 2019. години била 39.8% oд салда номиналне вредности.

Инвестиционе фондове видимо као једну од значајних категорија тржишта капитала када говоримо о тражњи. На крају 2020. године у Србији је било 18 инвестиционих фондова и 5 друштава за управљање истих које управљају имовином вредности РСД 51,8 милијарди (€ 55 милиона). Тренутно је овај сектор орјентисан на улагања у краткорочне финансијске инструменте са фиксним приходом (8 инвестиционих фондова), али би доношење Закона о отвореним фондовима са јавном понудом и Закона о алтеративним инвестиционим фондовима могло позитивно да се одрази 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 пратећем графикону.

Табела 6. Тренд кретања имовине којом управљају инвестициони фондови у периоду 2015 - 2020

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Година | Број инвестиционих фондова | Имовина којом управљају инвестициона друштва (РСД 000) | Приливи (+/-) (РСД 000) | Имовина којом управљају инвестициона друштва (ЕУР 000) | Приливи (+/-) (ЕУР 000) | % промене имовине којом управљају фондови |
| 2015 | 13 | 17,128,940.00 |  | 140,833.00 |  |  |
| 2016 | 13 | 21,122,820.00 | 3,993,880.00 | 171,073.00 | 30,241.00 | 23.00 |
| 2017 | 19 | 25,293,170.00 | 4,170,350.00 | 213,494.00 | 42,420.00 | 20.00 |
| 2018 | 21 | 27,623,070.00 | 2,329,900.00 | 233,708.00 | 20,215.00 | 9.00 |
| 2019 | 18 | 44,457,101.00 | 16,834,031.00 | 378,060.00 | 144,351.00 | 61.00 |
| 2020 | 18 | 51,777,900.00 | 7,320,799.00 | 440,362.00 | 62,303.00 | 16.00 |

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



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

Много светлију будућност видимо у добровољним пензијским фондовима. Данас у Србији послују 7 добровољних пензијских фондова којима управљају 4 друштва и који у збиру управљају имовином у вредности РСД 47 билиона (€ 400 милиона). Потреба пензионих фондова да улажу у дугорочне хартије је оправдана с обзиром да они данас прикупљају средства улагача, а исплаћују иста са приносом након дужег низа година. Ово често говори у прилог улагању у акције него у дужничке хартије од вредности, с обзиром да вредност акција генерално осликава раст економије током времена. Међутим, према доступним подацима добровољни пензиони фондови улажу преко 80% у хартије од вредности са фиксним приходом. 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. Очекује се да ће утицај овог прилива средстава на тржиште капитала бити већи током времена, с обзиром да је вредност имовине у последњих 5 година расте по стопи од 10% или € 32 милиона.

Тренд кретања имовине којом управљају добровољни пензијски фондови је приказан у Табели 7. и пратећим графиконима 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 (РСД 000) | Приливи (+/-) (РСД 000) | Имовина којом управљају пензиони фондови (ЕУР 000) | Приливи (+/-) (ЕУР 000) | % 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: ЕБРД извештај „Приоритети за развој тржишта капитала у Србији“, Април 2021. године

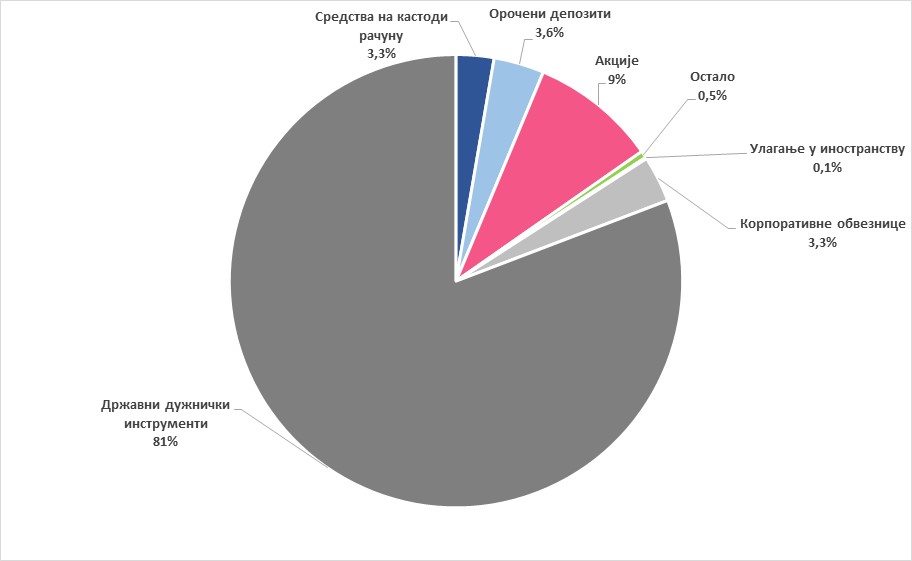


Извор: ЕБРД извештај „Приоритети за развој тржишта капитала у Србији“, Април 2021. године



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

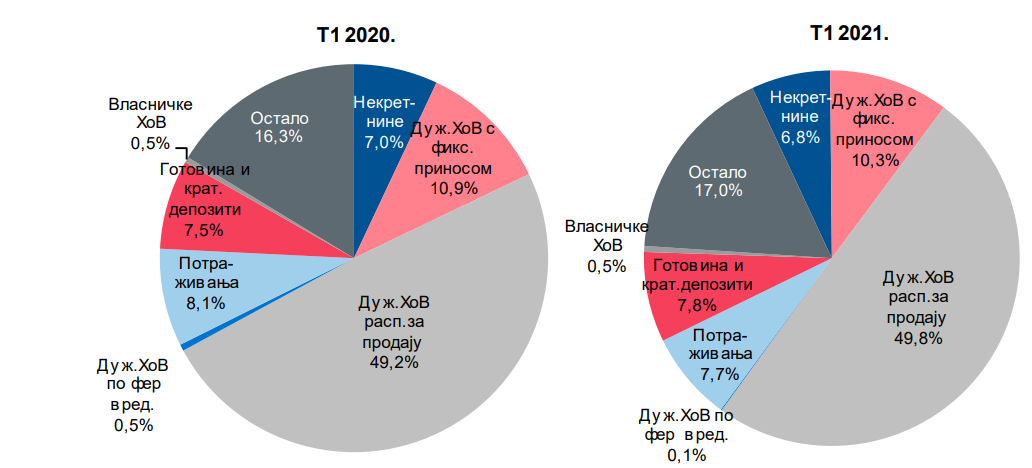
На Графикону 1. дат је приказ структуре активе сектора добровољних пензијских фондова која указује на низак потенцијал коришћења финансијских инструмената које нуди тржиште капитала.



Графикон 1. Структура активе сектора добровољних пензијских фондова на крају првог квартала у 2021. години; Извор: Народна Банка Србије

Сектор добровољних пензијских фондова оцењујемо као стабилан, али је евидентан скроман раст учесника и имовине којом они управљају. Овом Стратегијом желимо да постигнемо раст 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.

Када говоримо о потенцијалу тржишта капитала треба поменути и осигуравајућа друштва. У Србији послују 4 друштва за осигурање живота, 6 комбинованих друштава (животно, неживотно, осигурање од несреће) и 6 друштава која се баве неживотним осигурањем и осигурањем од несрећа. Укупан портфолио друштава је на крају 2019. године износио РСД 221,807 милијарди (€ 1.88 милијарди). Међутим, осигуравајућа друштва немају праксу улагања на тржиште капитала. Само 0.81% портфолија се састоји од акција. 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 прилив од РСД 86,925 милиона (€ 737 милиона) што представља значајан износ на страни тражње инвеститора. На графикону 2. дат је приказ активе сектора осигурања који потврђује изузетно низак проценат улагања у власничке хартије од вредности.



Графикон 2. Структура активе сектора осигурања на крају првог квартала у 2020. и 2021. години; Извор: Народна Банка Србије

Развоју тржишта капитала свакако не иде у корист пад каматних стопа на банкарске кредите с једне стране, и пад приноса на државне хартије од вредности са друге стране. Међутим, имајући у виду рочну неусклађеност активе и пасиве банкарског сектора (ограничене могућности пласмана дугорочних кредита), неопходно је да овде иступи тржиште капитала и задовољи потребе компанија за дугорочним изворима финансирања.

## Јавни сектор

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

Министарство финансија је у Републици Србији највећи издавалац са РСД 1,28 билиона (€ 10,9 милијарди) државних хартија од вредности које су у оптицају од краја 2019. Државне хартије од вредности су финансијски инструменти чија је вредност исказана у домаћој или страној валути, о чијој емисији, одлучује Влада или министар надлежан за послове финансија, које се емитују, преносе и евидентирају у облику електронског записа у информационом систему ЦРХоВ.

Хартије од вредности које емитује Република Србија/МФин 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. Њихови емитенти 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[[33]](#footnote-33).

Привредна друштва у државном власништву

Током више разговора дошло се до закључка да је потребно сачинити тзв. листу „ледоломаца“ [[34]](#footnote-34) која би довела неколико квалитетних компанија 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 инстурментима 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 уновче акције. На бази изнетог можемо закључити да је листирање акција великих јавних предузећа позитивно утицало на ликвидност тржишта. Иако се акцијама великих јавних предузећа тргује само на „prime listingu” тржишта, пораст обима је забележен и на ванберзанском тржишту[[35]](#footnote-35).

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. Овај потез би имао 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 порезног оптерећења у зависности од државе до државе), што за купце представља значајну чињеницу приликом одабира начина пласирања сопственог капитала[[36]](#footnote-36).

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 Србији. Финансијска писменост се данас препознаје као неопходна допуна финансијске заштите потрошача, финансијске инклузије, финансијске регулације и као подршка економској и финансијској стабилности и развоју (ОЕЦД, 2014). 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[[37]](#footnote-37).

Према Глобалном индексу конкурентности[[38]](#footnote-38), у пилару који мери вештине 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, 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. Србија у овој области заузима 65. позицију глобално (са скором су 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, 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 међупредмета компетенција. У 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[[39]](#footnote-39).

Међутим, према резултатима последњег циклуса ПИСА 2018[[40]](#footnote-40) истраживање указује да 1/3 ученика из 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. Збирни извештај указује да су најбољи резултат постигли ученици из Естоније, а надпросечна постигнућа имају ученици из Финске, канадских провинција, Пољске и Аустралије. Резултати су такође показали да велики број ученика као основни извор информисања о финансијској писмености наводи породицу, а не школу.

Савремено друштво се данас 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[[41]](#footnote-41).

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 НБС на пољу финансијског образовања за период 2016–2020 (доступно на www.nbs.rs).

Такође, постоји скромна повезаност школа и факултета са предузећима која се баве пружањем финансијских услуга, као и државних инситуција 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.

## Пoстојеће 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 5 година, Србија је била усредсређена на ревизију свог правног и регулаторног режима како би подржала своје планове за приступање Европској унији. Суштина ових промена вођена је „Преговарачком позицијом Републике Србије за Међувладину конференцију о приступању Републике Србије Европској унији за Поглавље 9 - „Финансијске услуге “, коју је Влада Република Србије усвојила на седници одржаној 12. октобра 2017. године и коју је Република Србија отворила 27. јуна 2019. године на десетој Међувладиној конференцији о приступању Европској унији.

Гледајући унапред, 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 MИФИД II у циљу постизања статуса MИФИД тржишта, као и измена и допуна Закона о преузимању акционарских друштава.
* Средином јануара ове године, Министарство привреде формирало је радну групу за израду измена и допуна Закона о привредним друштвима, како би се побољшало рангирање Србије на листи Светске банке „Doing business“. Ово има за циљ усклађивање закона са Директивом (ЕУ) 2017/828 у погледу подстицања дугорочног ангажовања акционара. Рок за израду релевантних амандмана одређен је до 30. јуна 2021. године.

Наставак рада на законском оквиру изузетно важан и треба да буде у фокусу и у будућности. Ово је светла тачка у оквиру укупних развојних напора[[42]](#footnote-42) у прилог чему иде 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 Комисија за хартије од вредности.

Комисија за хартије од вредности је независна и самостална државна организација - регулатор тржишта капитала у Републици Србији. Основни задатак је легално, поштено и транспарентно функционисање 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 Централном регистру, депо и клирингу хартија од вредности, као посебној институцији која обезбеђује поузданост, поверљивост и сигурност података о хартијама од вредности. ЦРХоВ је државна институција од великог значаја за функционисање тржиште капитала. Она води евиденцију о власништву над хартијама од вредности и ти подаци су јавног карактера (осим у случају кастоди рачуна када подаци о власницима хартија од вредности нису јавно доступни), обављање клиринга и салдирање 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 развио софтвер „in house“ за регистрацију/праћење промена по питању власништва над финансијским инструментима, исти не може да одговори потребама за услађивањем са МиФИД II и ЕУ регулативом, те је сходно томе извршена емисија акција у јануару 2021. године у вредности од РСД 100 милиона 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 Euroclear. Намера РС је да омогући да се њеним обвезницама тргује 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 повећањем капитала, већим обимом трговања и нижим стопама приноса на секундарном тржишту.

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 финансијксих инструмената којима ће се трговати, као и условима за пријем у чланство берзе. Београдскa берзa је основана 1895. године и она је на европском тржишту једна од десет најстаријих. Значајан период за Београдску берзу јесте 1988. година. када је усвојен нови закон који уређује предузећа и прописује да се иста могу оснивати у виду деоничарских друштава која неопходан новац обезбеђују емитовањем деоница. Доношењем овог закона берза је поново отпочела своје трговање у контексту организованог тржишта хартија од вредности. Након почетка поновног функционисања донет је сет закона до 1990. године којим су послови на берзи регулисани, те је берза у складу са истим постала модерна берза. Један период који је уследио после тога, није био повољан за берзу и није могла ефикасно да спроводи своје основне функције[[43]](#footnote-43). Међутим, када је Закон о приватизацији усвојен (2001. године) преко 800 предузећа је по сили закона постало акционарско друштво. Уместо ваучерске приватизације, спроведена је бесплатна подела акција где акције нису доживљене као имовина. Годину дана касније акције из поступка приватизације су уведене на берзу. Процес приватизације у Републици Србији за резултат је имао структурну трансформацију предузећа која су друштвеног и државног карактера у акционарска друштва која су отвореног карактера. Међутим до сада је била само једна иницијална продаја акција (IPO – Initial Public Offering) и то у 2019. (док је у ЕУ исте године спроведено 700 иницијалних продаја акција), те берза није у потпуности испунила своју улогу а то је да прикупља капитал[[44]](#footnote-44).

Данас имамо само 4 јавна акционарска друштва која су листирана на „Prime listingˮ, 3 акционарска друштва на „Standard listingˮ и 13 на „Open marketˮ. Обим трговања хартијама од вредности бележи негативан тренд последњих година, те је тако београдска берза у 2020. забележила нето губитак из пословања. На овакво стање је свакако додатан негативан утицај имала и пандемија болести Covid – 19. Сходно наведеном потребно је да се повећа број привредних друштава која се котирају на берзи као и вредност обима трговања, али исто тако да се уведу и нови инструменти трговања који би били занимљиви са стране улагача (нпр. дигитална имовина).

Током августа 2021. године Атинска берза је удружила снаге са Београдском берзом како би заједно искористили пословне могућности у ери убрзане глобализације. У том контексту, Атинска берза је извршила све потребне радње и добила сагласност Комисије за хартије од вредности Републике Србије за стицање 10,24% од укупног броја акција Београдске берзе.

Ова сарадња се заснива на два принципа: заједничко уверење да би одговарајућа тржишта 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 из ЕУ, односно из међународног окружења.

У исто време, Београдска берза је, као организатор тржишта, одлучила да побољша своју трговачку платформу и мигрира трговачке активности на трговачку платформу Атинске берзе, побољшавајући тако ликвидност и спектар услуга заједничке трговачке платформе. Сви учесници на тржишту ће имати прилику да профитирају од проширења и продубљивања тржишта капитала и унакрсног трговања.

У следећој фази, Београдска 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[[45]](#footnote-45).

Смањен обим трговања финансијским инструметима 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 јесте настојање ширења истих а која нису субсидијари банака.

# Шта желимо постићи

Предвиђено је да ће Република Србија развити конкурентно, високо ефикасно, транспарентно и продуктивно тржиште капитала које ће српским инвеститорима и емитентима пружити широк спектар производа и услуга упоредиво са водећим регионалним и европским финансијским центрима. Истовремено, Србија такође мора да креира и континуирано снажно развија дубину и ширину свих сегмената и услуга које се нуде на домаћем тржишту капитала у циљу креирања додане вредности за домаће и међународне учеснике у складу са конкурентним предностима Републике Србије и њене привреде.

У складу са наведеним, желимо да постигнемо 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.

# Циљеви Стратегије

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

Посебни циљеви стратегије су следећи:

ПЦ 1 Унапређен институционални оквир и законска регулатива као предуслов за привлачење домаћих и међународних институционалних инвеститора, и боље, транспарентније и ефикасније тржиште капитала

Мере:

1.1. Унапређење регулаторног оквира за даљи развој тржишта капитала (активности ове мере су у табели од

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 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 налик тржишта | Мфин | КХоВ, ЦРХоВ, Мприв, УЈД, ББ, НБС | 31/03/22 | - |
| 1.1.2. Доношење новог Закона о преузимању акционарских друштава | КХоВ | Мфин | 31/03/22 | - |
| 1.1.3. Измене и допуне Закона о привредним друштвима | Мприв | Мфин | 31/12/21 | - |
| 1.1.4. Измене и допуне Закона о факторингу | Мфин | НБС | 31/03/22 | - |
| 1.1.5. Доношење Закона о групном финансирању | НБС | Мфин, Мприв | 30/06/22 | - |
| 1.1.6. Израда анализе ефеката увођења мултилатералног поравнања у Републици Србији | Мфин | - | 31/12/21 | Донаторска средства |
| 1.1.7. Усклађивање свих осталих закона на које утичу измене | Мфин | Мприв, НБС, КХоВ, ЦРХоВ, УЈД, и други | 31/03/21 | - |

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 инвеститора, и боље, транспарентније и ефикасније фунционисање тржишта капитала. Поред наведеног, Стратегија предвиђа и доношење сета закона који ће омогућити алтернативне изворе финансирања привредним субјектима у развоју, у циљу увођења новог тржишног материјала.

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. | Мфин | ПУ | 30/03/22 | Донаторска средства |
| 1.2.2. Усвајање свих релевантних подзаконских аката у циљу ефикасне имплементације закона усвојених под тачком 6.1. | Мфин | КХоВ, ЦРХоВ, УЈД, ББ, НБС, ПУ, Агенција за спречавање прања новца и финансирање тероризма | 30/09/22 | - |
| 1.2.3. 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 | Мфин | КХоВ, УЈД | 30/09/22 | Донаторска средства |

Намера овог документа 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 врате средства након продаје хартија од вредности. Сваки страни инвеститор мора да задржи локалног пореског агента ради подношења свих потребних доказа о уплати. То чини процес комликованим 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 мора 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 производа осигурања. Индустрија осигурања примећује да се приход од улагања у портфеље који подржавају производе повезане са јединицама опорезује на нивоу „фонда“ и поново опорезује по расподели власнику полисе. То је у супротности са најбољом праксом и требало би га 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.

Аргумент против изузимања камата из корпоративних обвезница је губитак пореског прихода. Не постоји начин да се тај приступ учини приходно неутралним.

Тренутна 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.

ПЦ 2 Измењена струкутра и проширен спектар услуга на домаћем тржишту капитала

Мере:

2.1. Увођење нових инвестиционих производа и издавача на домаћем тржишту капитала

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Назив активности: | Орган који спроводи меру | Органи партнери у спровођењу | Рок за завршетак мере | Извор финансирања |
|
| 2.1.1. Анализа ИПО ГО програма ББ у циљу сагледавања научених лекција које су резултирале у неуспеху овог програма | ББ | Мфин | 30/11/21 | Донаторска средства |
| 2.2.2. Успостављање академије за емитенте корпоративних обвезница и других хартија од вредности у Републици Србији у циљу повећања броја емисија | Мфин | КХоВ, ББ, ЦРХоВ | 30/09/22 | 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 | Мфин | КХоВ, ББ, ЦРХоВ, НБС, ПКС | 30/03/22 | Донаторска средства |
| 2.2.4. Имплементације јединствене трошковне политике на нивоу свих учесника и институција | Мфин | КХоВ, ББ, ЦРХоВ, НБС, ПКС | 30/06/22 | Донаторска средства |
| 2.2.5. Анализа најбоље праксе и правног оквира за увођење инструмента покривених обвезница у Републици Србији | Мфин | НБС | 30/03/23 | 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 | Мфин | МДУЛС | 30/09/22 | Донатроска средства |
| 2.2.7. Имплементација програма за издавање муниципалних обвезница и зелених муниципалних обезница | Мфин | МДУЛС | 30/03/23 | Донаторска средства |
| 2.2.8. Анализа комплетног портфолија привредних друштава у државном власништву, у циљу припреме за учествовање у тршишту капитала | Мфин | Мприв | 31/12/22 | Донаторска средства / Буџет РС |

Постоји широк спектар инструмената који се могу укључити на тржиште капитала Републике Србије. Неки инструменти већ данас постоје, друге би требало развити. Према обављеним разговорима са учесницима на тржишту капитала, фокус је на једноставнијим врстама инструмената. Успех код напреднијих врста 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 изражен кроз инструмент обезбеђења. То је заправо основна врста акција која власницима пружа одређена права попут управљања, учешћа у добити, права прече куповине акција, отуђења акција или права гласа на главној скупштини акционара, као и учешће у ликвидацији друштва након измирења свих обавеза привредног друштва према повериоцима. Свака обична акција даје акционару исто право.

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 облик капитала, које се разликују од обичних акција у три главна аспекта (1) не носе гласачка права, осим у одређеним случајевима, (2) дивиденда је утврђена унапред утврђеном формулом и (3) приоритетни акционари имају предност над власницима обичних акција по ликвидацији привредног друштва.

Кључна предност издавања преференцијалних акција је у томе што повећава капитал компаније без утицаја на гласање. Главни недостатак издавања преференцијалних акција је тај што исплаћене дивиденде нису издатак који се одбија од пореза јер представљају повраћај капитала. Према томе, у поређењу са дугом предузећа, приоритетне акције су скупљи капитал.

С обзиром на то да Закон о привредним друштвима садржи само широку покривеност ове теме, чини се да преиспитивање и дорађивање покрива Комисија за хартије од вредности.

За Србију је најперспективнији аспект преференцијалних акција идеја „учешћа у повлашћеним акцијама“ која је одобрена чланом 253. Закона о привредним друштвима. То су преференцијалне акције које носе наведену дивиденду, али такође учествују у добити компаније. Да будемо прецизнији, компанија може створити класу повлашћених акција које носе само номиналну „фиксну“ дивиденду, али такође треба навести да свака повлашћена акција добија исту дивиденду као и свака обична акција. Ово у основи раздваја економске користи од гласачких права обичних акција и ствара класу акција једнаку обичним. Ово би могло бити изузетно драгоцено у контексту приватизације државних предузећа у којима постоји страх од губитка контроле, али инвеститори ипак траже равноправну економску основу са државним власником.

**Корпоративне обвезнице**

У теорији могу бити класичне или прилагођене. У пракси су корпоративне обвезнице издате у Србији више класичне него прилагођене.

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

Прво, привредна друштва преферирају задуживање 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 Комисија за хартије од вредности покушали су да то реше на законском, односно подзаконском нивоу, поједностављивањем процедуре за добијање сагласности неопходних за јавну понуду и укључивање на тржиште тих обвезница. Ово је почело Уредбом Владе Републике Србије током ванредног стања проглашеног због пандемије COVID-19. Након истека уредбе, у Закон о тржишту капитала имплементиране су одредбе из наведене уредбе и Комисија за хартије од вредности је усвојила трајне измене својих правила којима се поједностављује поступак за састављање проспекта за издавање дужничких хартија од вредности, као и подношења одговарајуће документације Комисији 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. Комисија за хартије од вредности је такође смањила своје накнаде за понуде обвезница. Опет, циљ је олакшати јавну понуду ових 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 преузимање. Професионалне услуге обично имају фиксне минимуме с обзиром да посао захтева отприлике једнак напор без обзира на величину понуде. Дакле, утицај професионалних накнада као проценат трошкова средстава обично је већи за понуде мањих димензија.

**Покривене обвезнице и секјуритизација, депозитни рачуни, фондови којима се тргује на берзи, инвестициони фонд за некретнине**

За разлику од неких других тржишта у развоју, Србија не поседује посебне законе који регулишу покривене обвезнице/секјуритизације и тренутно нема потребе да се фокусира на развој функције истих. Покривене обвезнице и секјуритизације 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 уновче своју имовину, али уз задржавање својине. С обзиром да издавање покривене обвезнице повећава однос дуга и капитала издаваоца, ограничен је износ који било који издавалац може да прода.

Ситуација са депозитним признаницама такође није повољна. Нема велике потражње за овим инструментом. Депозитни рачуни 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 треба да буду ограничени на оне које подржава домаћи правни оквир.

Функција средстава којима се тргује на берзи (exchange traded funds – „ЕТФ“) слична је депозитним признаницама, с тим што се портфељ састоји од више класа осигурања, које се временом могу или не морају мењати. ЕТФ-ови се користе за „повезивање“ групе имовине за инвеститоре којима је погодније да поседују групу (акције ЕТФ-а), уместо да купују сваку основну хартију од вредности једну по једну. ЕТФ-ови се такође могу користити за праћење осталих инструмената на финансијском тржишту попут индекса или робе. ЕТФ-ови се формирају као инвестициони фондови, а у Србији би били обележени као алтернативни инвестициони фондови, тако да нема законских препрека за формирање ЕТФ-а у Србији.

Када говоримо о трасту за инвестирање у некретнине, 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. Траст са пореклом има за циљ стицање земљишта, изградњу објекта, а затим продају тог истог објекта. Основну имовину траста је тешко проценити. Ово покреће питања заштите инвеститора, јер су спонзори траста дужни да процене тренутну вредност поседоване некретнине. Неоправдана процена вредности имовине која се држи може да створи утисак лажне добити. То заузврат подиже ниво ризика за инвеститоре. Изазов је дозволити ову врсту колективног финансирања, истовремено штитећи пасивне инвеститоре.

**Класични инвестициони фондови**

У Србији се већ користе класични инвестициони фондови. Сегмент се углавном састоји од средстава на тржишту новца, али постоје неки фондови са дугорочним портфељем.

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**

Друга врста инструмента који се не мора нужно односити на прикупљање капитала - а ипак може имати потенцијално позитиван утицај на српско тржиште капитала је идеја о дужничком финансирању 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 корпоративних хартија од вредности.

Зелене обвезнице су у ствари дужнички инструменти, и примењује се на правни оквир који покрива корпоративне обвезнице.

Међутим, оно што зелену обвезницу може издвојити од општих, су односи у оквиру обвезнице који намећу позитивне и негативне обавезе, укључујући и стране (потписнице) које обично нису укључене у одређивање корпоративног дуга. То је зато што зелене обвезнице могу бити подједнако „циљане“ као и „вођене профитом“.

Програми субвенција које нуде њихови спонзори могу покретати изворе финансирања у мери у којој се ови спонзори финансирају из јавних средстава уместо из приватних средстава где је профит једини мотив. Укратко, за ове финансијске спонзоре постизање циља може бити једнако важно као и повраћај улагања.

**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. Општинске обвезнице подељене су у две широке категорије: (1) обвезнице опште обавезе, иза којих стоји 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 тренутно у употреби у Србији. Међутим, постоји простор за ширење његове 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**

Идеја увођења криптовалута на организовано српско тржиште капитала - тачније уврштавање крипто-валута на Белекс - покреће бројна питања. Треба имати на уму да ова „реформа“ неће имати исте типове утицаја на тржиште капитала као горе наведене врсте инвестиционих хартија од вредности. Тачније, ова идеја ће бити од користи Белекс-у и његовим члановима. То би требало да доведе до повећања прихода од трговине, што би помогло да се надокнади његова тренутна несигурна финансијска ситуација.

За Србију, као и за било које друго тржиште које размишља о увођењу дигиталне имовине у свој систем, питање је може ли се веровати систему евидентирања крајњег власништва.

У децембру 2020. године Народна скупштина Републике Србије усвојила је Закон о дигиталној имовини. Главни циљеви овог закона су везани за издавање дигиталне имовине и секундарно трговање дигиталном имовином, пружање услуга у вези са дигиталном имовином, заложно право и фидуцијарно право на дигиталној имовини, надлежност Комисије за хартије од вредности и надзор над спровођењем овог закона.

**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 стварило тржиште за „факторинг“. У факторинг трансакцији, МСП користи потраживања која држи 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 рачуни који им се дугују остају неплаћени.

**Привлачење атрактивних учесника на тржиште**

Учесници на тржишту указују да је кључ за оживљавање овог тржишта у способности да се на Белексу 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 кандидују као и компаније у приватном власништву. Међутим, не би било поштено тражити од било ког државног предузећа да јавно издаје хартије од вредности како би постигло циљ развоја тржишта капитала, ако у ствари компанији није потребан нови капитал. То значи да прво треба узети у обзир потребе за финансирањем државних предузећа, а затим да су те компаније привлачне за инвеститоре, да су са ниском осетљивошћу и да су углавном сви сагласни са њиховим изласком на тржиште.

Приватни сектор много обећава у смислу његовог изласка на тржиште капитала имајући у виду да су те компаније профитабилније. Али ипак постоје неке препреке које би требало решити (порез, таксе итд.) путем предложених акција 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 релеватним информацијама потенцијалним учесницима на страни понуде и потражње | Мфин | Мприв, КХоВ, ББ, ЦРХоВ, НБС, ПУ, УЈД, Управа за спречавање прања новца и финансирање тероризма | 30/09/22 | 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 | Мфин | НБС, КХоВ, ЦРХоВ, УЈД | 30/09/22 | Буџет РС |
| 2.2.3. Анализа ограничавајућих фактора за учешће пензионих фондова и осигуравајућих друштава на тржишту капитала, у циљу активирања инвестионог потенцијала тих друштава | Мфин | НБС | 31/12/22 | Донаторска средства / Буџет РС |
| 2.2.4. Припрема и имлементација решења питања неактивних рачуна. | Мфин | КХоВ, ЦРХоВ | 31/12/23 | Донаторска средства |
| 2.2.5. Успостављање система примарних дилера и израда одговарајућег надзорног оквира у фазама од 2022 (пилот) до 2025 године (пуна имплементација) | Мфин | УЈД, КХоВ, ЦРХоВ, ББ | 31/12/25 | Донаторска средства / Буџет РС |

Кључно питање како привући инвеститоре на ово тржиште врти се око пружања већег броја квалитетнијих компанија са листе које издају њихове хартије од вредности. Поред овог броја, постоје и питања попут:

**Приступ релевантним информацијама**

Систем тржишта капитала у Србији нуди висок степен релевантних информација. Проблем је што постоји на разним локацијама (НБС, ЦРХоВ, Белекс и КХоВ су кључни извори). Из перспективе приватног инвеститора, међутим, састављање слике српског тржишта из ових различитих извора можда неће бити оправдано узимајћи 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 беспрекорну слику за заинтересоване стране. Иако идеја о куповини на једном месту можда у овом тренутку није практична, постоји барем један сет вредних информација које се лако могу прикупити. Тренутно не постоји централизовани извор информација за корпоративне догађаје. Предлог је да се створи стандардизована листа корпоративних догађаја који се морају објавити у стандардном формату.

**Једноставност приступа**

Обављени разговори са привредом 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. Честа жалба је да процедуре спречавања прања новца и финансирања тероризма чине отварање новог рачуна веома тешким. Друго подручје односи се на правила гласања представника. Иако је трајно пуномоћје за гласање признато у Закону о привредним друштвима, његова примена је у пракси тешка. То је зато што издаваоци инсистирају да подаци о броју гласова пуномоћника буду саставни део пуномоћи 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 настајању је да се појединци/домаћинства не фокусирају на берзанске накнаде или накнаде Централног регистра јер су укључене у провизију брокера. Стога ове интерне системске накнаде у великој мери не утичу на учешће појединаца/домаћинстава. Међутим, искуство показује да су страни институционални инвеститори осетљивији на системске накнаде јер утичу на способност преговарања о целокупној провизији. Србија се не рангира добро у упоредном прегледу накнада у односу на државе Централне и Источне Европе. Ипак, нема финансијског простора за разматрање смањења с обзиром на статус губитка и нагризање капитала. Ово је још један разлог за разматрање спајања берзе са ЦРХОВ.

**Kључни аспекти за домаће инвеститоре**

Постоји идеја о стварању функције „crowdfunding“ за Србију. Концепт је прилично добро успостављен: компанија (која има тенденцију да буде микро или мала) нуди хартије од вредности ван уобичајених ИПО канала, ограниченој публици (и обично малим инвеститорима), са само ограниченим или неформалним откривањем информација. Промовисање crowdfunding 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, што би им омогућило да достигну следећу фазу ризичног капитала и приватног капитала. У том смислу, crowdfunding доприноси расту броја привредних друштава.

Друга идеја за промоцију интереса појединаца/домаћинстава на тржишту капитала везана је за решавање питања „неактивних рачуна“. Један од предлога је да се имовина 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 повратак успаваних власника рачуна. У мери у којој фондови успевају да изграде вредност портфеља, ово искуство може имати ефекте преливања.

**Кључни аспекти домаћих небанкарских финансијских институција**

Инвестициони фонд, добровољни пензијски фонд и сектор осигурања су главни домаћи институционални инвеститори на српском тржишту. Ови сектори већ имају велики апетит за новим емисијама и врстама хартија од вредности. Хипотетички резултати уколико би своје портфеље преусмерили на корпоративне хартије од вредности, указују на спремност потражње од € 960 милиона само из сектора пензија и осигурања. Стога проналазак начина да се подстакне потражња од ових НБФИ-а изгледа да није проблем. Међутим, добровољни пензијски фондови и осигуравајућа друштва указују да су непотребно ограничени у могућности да учествују на овом тржишту. Први се односи на ограничења портфеља која је НБС наметнула 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 РСД 6.062 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 имате 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 у које се улаже. Тржишне институције не могу пружити пакете дубинске анализе за сва могућа лица у које се улаже, али могу пружити пакет свих информација повезаних са инфраструктурним системом и локалним регулаторним ризицима.

Србија се зато ослања на механизме који ће олакшати трансфер новца на и са овог тржишта. Министарство финансија потписало је Меморандум о разумевању са *Euroclear* у циљу повезивања Србије са глобалним системом. Међутим, барем у почетку, не треба очекивати да веза са *Euroclear* или неким другим међународним централним депозитаром хартија од вредности утиче на корпоративно тржиште хартија од вредности.

ПЦ3 Подигнути капацитети и ниво знања свих учесника на тржишту капитала

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 |
|
| 3.3.1. 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 | Мфин | КХоВ, УЈД | 30/09/22 | Донаторска средства |
| 3.3.2. Развој и имплементација новог софтвера ЦРХоВ | ЦРХоВ | Мфин, УЈД, ББ, КХоВ | 28/02/22 | Буџет РС |
| 3.3.3. Обезбеђивање свеобухватног програма техничке подршке за релевантне институције у циљу довођења квалитетног кадра, спровођења додатних аналитичких активности, подршке у изради релевеантних интерних аката, и друго | Мфин | КХоВ, УЈД, ЦРХОВ, ПУ, Управа за спречавање прања новца и финансирање тероризма | 31/05/22 | Донаторска средства |

Опште питање је да ли су тренутне платформе и инфраструктурални системи адекватни за тренутни и предвиђени ниво учешћа.

Према разговорима који су се водили са привредницима, чини се да је Белекс-ов ИТ систем адекватан. Инвеститори се могу бавити трговином са свог рачунара путем рутера 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.

Са друге стране, систем ЦРХоВ не може да одговори потребама за услађивањем са МиФИД II и ЕУ регулативом, те је сходно томе извршена емисија акција у јануару 2021. у вредности од РСД 100 милиона 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 хартије од вредности, чиме ће се додатно повећати атрактивност улагања у домаће хартије од вредности.

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 | Мфин | ПКС | 31/07/22 | Буџет РС / Донатроска средства |
| 3.2.2. Организација локалних догађаја усмерених ка промоцији тржишта капитала најмање на полугодишњем нивоу, као и у случају посебних дешавања на тржишту | Мфин | ПКС, Комисија за хартије од вредности | 31/12/25 | Буџет РС / Донатроска 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”) | Мфин | УЈД, ББ | 31/12/25 | Буџет РС / Донатроска средства |
| 3.2.4. Отварање дијалога са МПНТР и креирање међуресорне радне групе са циљу креирања националне стратегије о финансијском образовању. | Мфин | МПНТР, КХоВ, ЦРХоВ, ББ | 30/06/25 | - |
| 3.2.5. Организација догађаја за ученике средњих школа са циљем унапређења њиховог знања из области финансија, економије и тржишта капитала | Мфин | МПНТР, КХоВ, ЦРХоВ, ББ | 31/12/23 | Донаторска средства |

До неке мере, кредибилитет почиње на самом тржишту. Ако је систем гломазан и/или интерно скуп, теже је продати идеју да други треба да учествују. Даље, да би се повећао кредибилитет тржишта, важно је видети колико су заштићена права инвеститора, као и како се подржавају тржишни играчи (домаћа/страна публика).

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. Даваоци финансијских услуга и нови тржишни играчи развили су нове и често сложене финансијске инструменте. То потрошачима, инвеститорима и малом предузећу даје већи приступ разним решењима за плаћање, кредитним понудама, дугорочним штедњама 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 финансијску будућност. Политике финансијског образовања које оснажују појединце (финансијске директоре, менаџере итд.) и мала предузећа, као и инвеститоре, могу допринети финансијском благостању 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 („Службени гласник РС”, број 30/18), 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), Управа за јавни дуг, Развојне агенције Србије, Народне банке Србије, Комисије за хартије од вредности, Београдске берзе, као и Централног регистра депоа и клиринга хартија од вредности,

У више циклуса су чланови Радне групе давали предлоге и сугестије на радни нацрт документа.

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

(*ефекти на буџет, на основу питања из прилога - економски ефекти*)

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

За спровођење Стратегије израдиће се акциони план.

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

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 Републике Србије у сарадњи са надлежним министарствима, надлежним органима и организацијама, привредом и факултетима. Први трогодишњи акциони план за примену Стратегије за развој тржишта капитала биће усвојен у року од 90 дана од доношења Стратегије, а остали 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:

У Београду, [] 2021. године

В Л А Д А

|  |  |
| --- | --- |
|  | ПРЕДСЕДНИК  Ана Брнабић |

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> [↑](#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> [↑](#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://newfinancial.org/wp-content/uploads/2020/11/2020.11-A-reality-check-on-CMU-New-Financial.pdf> [↑](#footnote-ref-22)
23. Supra note 8 [↑](#footnote-ref-23)
24. Небојша Јовановић, „Берзанско право“ (Правни факултет Универзитета у Београду, 2008) 29 [↑](#footnote-ref-24)
25. Соња Р. Јерковић, „Народна банка Краљевине Срба, Хрвата и Словенаца“ (Београд, 2018) доступно на: <https://nardus.mpn.gov.rs/bitstream/id/25493/Disertacija.pdf> [↑](#footnote-ref-25)
26. Горан Маричић, „Органи управљања у акционарским друштвима“ (Нови Сад, 2017) доступно на: <https://www.cris.uns.ac.rs/DownloadFileServlet/Disertacija150331489926975.pdf?controlNumber=(BISIS)104946&fileName=150331489926975.pdf&id=10404&source=NaRDuS&language=sr> [↑](#footnote-ref-26)
27. Supra note 8 [↑](#footnote-ref-27)
28. <https://www.belex.rs/o_berzi/istorijat> [↑](#footnote-ref-28)
29. Supra note 20 [↑](#footnote-ref-29)
30. Сања Бркић, „Тржиште капитала у Србији“ (2019) Прегледни рад УДК 336.76 (497.11) [↑](#footnote-ref-30)
31. Klaus Schwab, World Economic Forum,Global Competitiveness Report „How to end a lost decade of productivity growth“, (2019) [↑](#footnote-ref-31)
32. EBRD; Capital Market Development Priorities for Serbia Report (2021) [↑](#footnote-ref-32)
33. www.investinginbonds.com [↑](#footnote-ref-33)
34. EBRD; Capital Market Development Priorities for Serbia Report (2021) [↑](#footnote-ref-34)
35. 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-35)
36. 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-36)
37. Mинистарство науке, просвете и технолошког развоја РС, 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-37)
38. 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-38)
39. supra note 32. [↑](#footnote-ref-39)
40. OECD, “PISA 2018 results”, (OECD, 2018), доступно на енглеском језику на: <https://www.oecd.org/pisa/publications/pisa-2018-results.htm> [↑](#footnote-ref-40)
41. supra note 32. [↑](#footnote-ref-41)
42. EBRD; Capital Market Development Priorities for Serbia Report (2021) [↑](#footnote-ref-42)
43. Сања Бркић, „Тржиште капитала у Србији“ (2019) Прегледни рад УДК 336.76 (497.11) [↑](#footnote-ref-43)
44. Борјана Б. Мирјанић др, „Финансијска тржишта“, (Београдска Академија Пословања и уметничких струковних студија, 2020) [↑](#footnote-ref-44)
45. www.belex.rs/o\_berzi/vesti/aktuelno [↑](#footnote-ref-45)