



EFEKTI UGRAĐIVANJA EU REGULATIVE U SRPSKO ZAKONODAVSTVO O ZAŠTITI INVESTITORA

THE EFFECTS OF INCORPORATING THE EU REGULATION IN THE SERBIAN LEGISLATION ON INVESTORS' PROTECTION

Snežana R. Stojanović

Poslovni i pravni fakultet Univerziteta "MB", Beograd, Srbija

Danijela Milić

Agencija za osiguranje depozita, Beograd, Srbija

©MESTE

JEL kategorija rada: **K11, K22, K33**

Apstrakt

Rad se bavi tržištem hartija od vrednosti u Republici Srbiji i zaštitom investitora koji na ovom tržištu učestvuju, imajući u vidu aktuelnu regulativu i njenu (ne)usklađenost sa EU standardima. Posmatra se razvoj tržišta kapitala i njegova transformacija ugrađivanjem odredbi EU zakonodavstva u srpski zakon. Pre usvajanja novog Zakona o tržištu kapitala, srpsko zakonodavstvo nije posebno uređivalo pitanje zaštite imovine klijenata investicionih posrednika: u slučaju malverzacija sa imovinom, klijenti investicionih društava i investitori su svoje pravo na povraćaj imovine mogli da ostvare samo sudskim putem, što je za njih stvaralo dodatne troškove. Krajnji rezultat bio je da su investitori odustajali od ulaganja, a to je imalo negativan uticaj na razvoj tržišta kapitala u Republici Srbiji. Upravo iz tog razloga, u srpsko zakonodavstvo ugrađuju se odredbe EU zakonodavstva sa ciljem uspostavljanja sistema za zaštitu investitora, a radi brzog povraćaja imovine klijenata u slučaju nesavesnog poslovanja investicionih društava i bez dodatnih troškova po same klijente. Ovime se, takođe, ispunjava obaveza koju je Srbija preuzela potpisivanjem Sporazuma o stabilizaciji i pridruživanju EU (SSP): da domaće zakonodavstvo uskladimo sa EU zakonodavstvom i standardima, a radi unapređenja poslovnog okruženja u Srbiji. Rad se bavi pitanjem da li je novim odredbama zaista ostvarena zaštita investitora i daju se preporuke za poboljšanje aktuelnog sistema.

Ključne reči: Republika Srbija, EU; tržište kapitala, investitori, investicioni posrednici, zaštita investitora

Abstract

The paper deals with the securities market in the Republic of Serbia and the protection of investors participating in this market, in accordance with EU

Adresa autora zaduženog za korespondenciju:

Snežana R. Stojanović

snezanastojanovic27@gmail.com



standards. The development of the capital market and its transformation by incorporating the provisions of EU legislation into Serbian law is observed. Prior to the adoption of the new Capital Market Law, the existing legislation did not specifically regulate the protection of property investment intermediaries' clients: in case of property fraud, clients of investment companies and investors could get the right to restitution only in court, dealing with the burden of additional costs. The result was that investors gave up investing, which negatively affected development of the capital market in the Republic of Serbia. To prevent such a praxis, the Republic of Serbia incorporate the EU regulation aiming to establish the sistem of investors' protection in case of negligent business of investment companies and without additional costs for the clients themselves. This also fulfills the obligation that Serbia has undertaken by signing the Stabilization and Association Agreement with the EU: to harmonize domestic legislation with EU legislation and standards, to improve the business environment in Serbia. The paper deals with the question of whether the new provisions really achieve investor protection and make recommendations for improving the current system.

Keywords: Republic of Serbia; EU; capital market; investors; investment intermediaries; investors' protection

1 UVOD

Stvaranje jedinstvenog tržišta kapitala na celokupnom prostoru Evropske unije (EU) predstavlja cilj regulatornih napora EU. Radi unificiranja različitih nacionalnih zakonodavstva, od devedesetih godina XX veka do danas, regulatorna tela Unije donose mnogobrojna pravila, uputstva i odluke kojima se stvaraju uslovi za lakše kretanje kapitala, uspostavljaju bolji mehanizmi kontrole poslovanja i umanjuju uticaji različitih rizika kojima su investitori izloženi. Jedan od rizika koji bitno utiče na sigurnost investitora, a samim tim i na aktivnost investitora na tržištu kapitala, jeste rizik od neovlašćenog otuđenja imovine. Da bi umanjila uticaje koji ovaj rizik može proizvesti po uredno funkcionisanje tržišta kapitala, Evropska komisija usvojila je Direktivu 97/9/EK o sistemima za zaštitu investitora¹, kojom se uspostavlja jača pravna sigurnost klijenata investicionih posrednika. Kada je 2008. godine potpisivanjem Sporazuma o stabilizaciji i pridruživanju Republike Srbije EU, Srbija preuzela obavezu usklađivanja domaćeg zakonodavstva sa zakonodavstvom Unije, to je između ostalog, značilo i preuzimanje obaveze usklađivanja zakonodavstva koje se tiče poslovanja na tržištu kapitala. (Radović, 2018) Imajući u vidu da se pomenuta direktiva 97/9/EK odnosi i na zaštitu investitora kao dodatni nivo zaštite na tržištu kapitala, to je Srbija, radi ispunjavanja svojih

obaveza, 2011. godine usvojila Zakon o tržištu kapitala² kojim je izvršeno ugrađivanje odredbi ove Direktive u domaći regulatorni okvir. Ovo je, dalje, dovelo do stvaranja uslova za zaštitu investitora i pravne zaštite imovine klijenata investicionih posrednika na domaćem tržištu kapitala. Ipak, neposredno po donošenju zakona, uočene su određene prepreke u primeni odredbi koje se odnose na zaštitu investitora.

2 ZAŠTITA INVESTITORA U EU

U Evropskoj uniji 1990-ih godina uočena je potreba za dodatnim regulisanjem tržišta kapitala kako bi se, ne samo izvršila unifikacija tržišta u državama-članicama, nego i kako bi se pružila adekvatna zaštita investitorima koji na ovim tržištima posluju. Tako je jedna od prvih direktiva koja je, na posredan način, regulisala ovo pitanje bila Direktiva 93/22/EEZ o investicionim uslugama u poslovima sa hartijama od vrednosti³. Njome su, između ostalog, definisani pojmovi investicionih usluga i investicionih institucija. Takođe, propisani su uslovi za dobijanje dozvole za poslovanje investicionih društava, kao i obaveza investicionih društava da investitorima pruže sve neophodne informacije u vezi sa zaštitom koju uživaju, kao i da posluju transparentno i u najboljem interesu svojih klijenata.

Nekoliko godina kasnije, doneta je direktiva kojom se neposredno uređuje pitanje zaštite investitora -

¹ Official Journal of the European Communities, L 84, 26 March 1997

² Sl. glasnik RS, br. 31/2011, 112/2015, 108/2016. i 9/2020.

³ Directive 93/22/EEC on investment services in the securities field, *Official Journal of the European Communities*, L 141, 11 June 1993

Direktiva 97/9/EK⁴. Ovim aktom investitor se definiše kao: „svako lice koje je poverilo novac, i/ili instrumente investicionom društvu radi obavljanja investicionih poslova“. Direktivom je propisano sledeće: obaveza uspostavljanja najmanje jednog sistema za zaštitu investitora u svim državama-članicama EU; investicioni poslovi obuhvaćeni sistemom; kategorija klijenata kojima se pruža zaštita; uslovi koji dovode do aktiviranja sistema za zaštitu investitora; imovina klijenata koja se štiti; minimalni iznos zaštićenog potraživanja; način obračuna zaštićenih potraživanja; pravo na isplatu, kao i drugi bitni elementi. (Oxera, 2005) Međutim, do značajnog unapređenja regulative o zaštiti investitora na tržištu kapitala EU dolazi tek 2004. godine kada je usvojena Direktiva 04/39/EK o tržištima finansijskim instrumentima (Markets in Financial Instruments Directive /MiFID)⁵. U pitanju je akt kojim se unosi izmena u način regulisanja poslovanja na EU tržištu kapitala i ukida važenje tada aktuelne Direktive 93/22/EEZ. MiFID-om se, pored ostalog, uspostavljaju: novi standardi poslovanja investicionih društava; novi investicioni poslovi i usluge i novi finansijski instrumenti. U cilju bolje zaštite imovine klijenata, MiFID-om se uvodi i: klasifikacija tržišta, kategorizacija klijenata, preciznija kategorizacija učesnika na finansijskim tržištima, transparentnost trgovanja, veća kontrola i supervizija regulatornih tela.

Izbijanje svetske ekonomske krize 2008. godine, dovelo je do preispitivanja uslova poslovanja na tržištima kapitala EU i revidiranja postojećih poslovnih procesa, što je za posledicu imalo donošenje čitavog seta novih finansijskih propisa, među kojima je 2014. usvojena i Direktiva 14/65/EU o tržištu finansijskim instrumentima, poznatija kao MiFID II⁶. Ovom Direktivom uvedene su odgovarajuće mere za jačanje zaštite investitora:

- ograničavanje mogućnosti finansijskih institucija, koje pružaju uslugu investicionog savetovanja i uslugu upravljanja portfoliom, da prihvataju i naplaćuju naknade, provizije ili bilo kakve novčane i nenovčane koristi od

trećih lica, posebno od izdavalaca ili dobavljača proizvoda.

- tačno i, po potrebi, periodično obaveštavanje klijenata o svim naknadama, provizijama i pogodnostima koje finansijski posrednik naplaćuje klijentu u vezi sa pruženom investicionom uslugom.
- obaveza prilagođavanja mera za zaštitu investitora u skladu sa posebnostima svake kategorije investitora (mali investitori, profesionalni investitori i drugi), odnosno poslovi sa klijentima moraju biti zasnovani na principima poštenog i profesionalnog ponašanja, sa transparentnim i jasnim informacijama koje klijenta, pri donošenju investicionih odluka, ne mogu dovesti u zabludu.

Imajući u vidu kompleksnost tržišta kapitala, pored navedenih akata, postoji još čitav set regulativa, uredbi i politika koje detaljnije uređuju pojedinačne segmente na zajedničkom tržištu kapitala EU. Osim toga, i svaka država-članica, pored zajedničkog regulatornog okvira, ima nacionalni regulatorni okvir kojim uređuje poslovanje na tržištu kapitala. Zakonodavni okvir svake od država oslanja se na opšti regulatorni okvir Unije, ali i odražava specifičnosti karakteristične za svaku pojedinačnu državu (vrste pravnih lica, razvijenost tržišta i slično).

Ipak, najvažniji akt kojim je, po prvi put u EU, detaljnije uređena zaštita investitora na tržištu kapitala Unije, predstavlja Direktiva 97/9/EK iz 1997. godine, zbog čega ćemo nju i analizirati u našem radu.

2.1 Zaštita investitora prema Direktivi 97/9/EK

Direktivom 97/9/EK definisani su pojmovi investitor i investiciono društvo kao lice koje je poverilo novac ili finansijske instrumente investicionom društvu u vezi sa investicionim poslom, odnosno kao društvo kome je data dozvola za rad u skladu sa Direktivom.

⁴ Directive 97/9/EC on investor compensation schemes, *Official Journal of the European Communities*, L 84, 26 March 1997

⁵ Directive 04/39/EC on markets in financial instruments, *Official Journal of the European Union*, L 145, 30 April 2004

⁶ Directive 14/65/EC on markets in financial instruments, *Official Journal of the European Union*, L 173, 12 June 2014

Ovim dokumentom predviđeno je da sva investiciona društva, kada obavljaju investicione aktivnosti i usluge, moraju biti uključena u sistem zaštite investitora, mada države-članice imaju mogućnost isključivanja iz zaštite:

1. banaka ukoliko se nalaze u sistemu zaštite osiguranja depozita i kada se informacije i zaštita koja se pruža deponentima, istovremeno i pod istim uslovima pruža i investitorima.
2. određenih investitora (profesionalce, institucionalne investitore i investitore povezane sa firmom u stečaju).

Značajno je da se zaštita pruža kada osigurano potraživanje iznosi najmanje 20.000 evra po investitoru.

U pogledu investicionog društva koje je isključeno iz sistema zaštite, a nije zaključilo neku drugu vrstu aranžmana kojim bi se investitorima obezbedio barem nivo zaštite koji obezbeđuje zvanični nacionalni sistem, specifičnost je što nadležni regulatorni organ tom investicionom društvu oduzima dozvolu za rad.

2.2 Sistemi zaštite investitora u državama-članicama

U državama-članicama EU investitorima se pruža takva vrsta zaštite koju karakteriše sledeće:

- obavezno postojanje bar jedne šeme za zaštitu investitora u zemlji, kojoj nije potrebna dozvola za rad nacionalnog regulatornog tela;

- obavezno članstvo za sve finansijske institucije, koje imaju dozvolu za obavljanje finansijskih usluga i upravljaju sredstvima i imovinom klijenata;
- obavezni obuhvat svih investicionih usluga i poslova, sem investicionog savetovanja koje može ali i ne mora biti uključeno u sistem zaštite;
- obavezni obuhvat svih novčanih sredstava, bez obzira na valutu, koji je namenjen trgovanju finansijskim instrumentim, ili koja proističu iz tih instrumenata;
- ista definicija zaštićenih potraživanja;
- isti minimalni iznos zaštite i
- isti rok za isplatu zaštićenih potraživanja.

Pored zajedničkih karakteristika sistema za zaštitu investitora, postoje i određene specifičnosti. Jedna od njih posebno je uočljiva pri odabiru pristupa prikupljanja sredstava fonda. Postoje dva dominantna pristupa načinu finansiranja: *ex ante* i *ex post* pristup. Kada se primenjuje *ex ante* pristup, doprinosi sistemu za zaštitu investitora prikupljaju se unapred, pre nastanka osiguranog događaja. *Ex post* pristup podrazumeva da se doprinosi prikupljaju nakon nastupanja događaja koji aktiviraju fond.

U daljem radu, hronološki je prikazano uspostavljanje sistema za zaštitu investitora u državama-članicama EU (uključujući i Veliku Britaniju), i to sa pregledom nacionalnih zakonodavstava koja su ugradila odredbe Direktive 97/9/EK.

Tabela 1.: Pregled osnovnih akata sistema za zaštitu investitora u državama-članicama EU

Zemlja	Osnovni pravni akt	Datum osnivanja/donošenja
Austrija	Zakon o bankama, kasnije dopunjen Zakon o kontroli finansijskih instrumenata	1999. godina
Bugarska	Zakon o javnoj ponudi hartija od vrednosti Zakon o tržištu finansijskih instrumenata	2005. godina
Velika Britanija	Zakon o finansijskim uslugama i tržištima	1988. godina obim pokriva proširen na zaštitu investitora 2001. godine
Grčka	Zakon 3746/2009 kojim se osniva Helenski fonda za osiguranje depozita i investicija (TEKE) Zakon 3606/2007 kojim se vrši ugrađivanje odredbi Direktive 2004/39/EK, u domaće zakonodavstvo	1998. godina
Italija	Članovi 35 - 36 - 62 zakonske uredbe br. 415 od 23. jula 1996; Uredba Ministarstva trezora br. 485 od 14. novembra 1997;	1998. godina zamenjen Garantni fond, osnovan 1992. godine

Zemlja	Osnovni pravni akt	Datum osnivanja/donošenja
	Članovi 59 - 60 zakonske uredbe br. 58 od 24. februara 1998;	
Irska	Zakon o zaštiti investitora	1998. godina
Rumunija	Zakon o tržištu kapitala	2005. godina
Francuska	Zakon o štednji i finansijskim instrumentima	1999. godina zamenjen Garantni fond, osnovan 1992. godine
Hrvatska	Zakon o tržištu kapitala	2009. godina
Češka	Zakon o poslovanju na tržištu kapitala	2001. godina
Švedska	Zakon o šemi za zaštitu investitora	1999. godina

Izvor: Upitnik o sistemima za zaštitu investitora i javno dostupni podaci, sopstvena obrada i prikaz

Iz tabele se može uočiti da većina država-članica, sa izuzetkom Velike Britanije, Italije i Francuske, mehanizam zaštite investitora uspostavlja nakon donošenja Direktive 97/9/EK, odnosno tokom devedesetih godina XX veka. Ugrađivanje odredbi Direktive u nacionalna zakonodavstva izvršeno je ili donošenjem posebnog zakona koji uređuje materiju osiguranja depozita/štednje i zaštitu investitora ili putem zakona koji uređuje oblast tržišta kapitala. Pored toga, države koje su kandidati za članstvo u EU, nekoliko godina pre prijema u članstvo, moraju svoje zakonodavstvo u

potpunosti uskladiti sa regulativom EU, što potvrđuju primeri Češke, Bugarske, Rumunije i Hrvatske.

S obzirom na to da Direktivom 97/9/EK nije propisana organizaciona struktura sistema za zaštitu investitora, niti je uređen odnos uspostavljenih sistema sa nadležnim regulatornim telima, to se ova pitanja detaljno regulišu nacionalnim zakonodavstvima. Iz tog razloga, pojavljuju se odgovarajuće razlike između nacionalnih regulativa.

Tabela 2.: Pregled organizacione strukture i angažman regulatornih tela

Zemlja	Organizaciona struktura i odnos sa regulatorima
Austrija	Specijalizovana kompanija, članove Odbora direktora imenuju članice finansijskog sektora Odgovorna Ministarstvu finansija i nacionalnom supervizoru
Bugarska	Nezavisno telo, članove Upravnog odbora imenuju nacionalni regulator i članice finansijskog sektora Akta podležu odobrenju regulatora
Velika Britanija	Nezavisno telo, članove Odbora direktora imenuju regulatori Odgovorno Vladi i Regulatoru tržišta
Grčka	Pravno lice, Članove Odbora direktora imenuje Ministarstvo finansija
Italija	Pravno lice, Komitet za upravljanje rukovodi sistemom, članovi Komiteta moraju da ispunjavaju uslove propisane od strane Ministarstva za ekonomiju i finansije Akta i operativne propise odobravaju Ministarstvo ekonomije i finansija i Centralna Banka Italije
Irska	Nezavisno telo Članove Upravnog Odbora imenuje Nacionalna banka Irske
Rumunija	Akcionarsko društvo, članove Odbora direktora imenuje regulator i predstavnici industrije Akta društva podležu Nacionalnom telu za superviziju
Francuska	Pravno lice Članove Odbora za superviziju imenuju članice finansijskog sektora
Hrvatska	Fond nije pravno lice već njim upravlja Srednje klirinško depozitarno društvo Akta SKDD-a odobrava regulator
Češka	Pravno lice članove Upravnog odbora imenuje Ministarstvo finansija
Švedska	Javni organ, Direktor Švedske nacionalne kancelarije za dug upravlja sistemom Odgovoran Ministarstvu finansija

Izvor: Upitnik o sistemima za zaštitu investitora i javno dostupni podaci, sopstvena obrada i prikaz

Iz tabele 2. može se uočiti da u skoro svim državama zaštitu investitora sprovodi specijalizovana institucija kao svoju primarnu delatnost (izuzetak je Republika Hrvatska, u kojoj se zaštita pruža od strane Srednjeg klirinškog depozitarnog društva). Pored toga, upravljanje sistemom zaštite u skoro svim državama odvija se putem administrativnog ili upravnog odbora u kojima predstavnike imenuju predstavnici investicionih društava, relevantna ministarstva i regulatori. U većini zemalja ovlašćenja regulatora ogledaju se kroz članstvo u upravljačkim telima sistema za zaštitu investitora, osim kod Bugarske, Italije, Rumunije i Hrvatske u kojima pravni akti koji se odnose na zaštitu investitora podležu direktnom odobrenju regulatornih institucija.

3 ZAŠTITA INVESTITORA U REPUBLICI SRBIJI

Prekretnicu u pravnom regulisanju zaštite investitora u Republici Srbiji predstavlja potpisivanje Sporazuma o stabilizaciji i pridruživanju (SSP), kao neophodnog koraka ka sticanju statusa kandidata za članstvo u EU. Potpisivanjem SSP, Republika Srbija se, između ostalog, obavezala da uskladi svoje zakonodavstvo sa EU zakonodavstvom u oblastima kao što su: osiguranje, bankarstvo, finansijske usluge i finansijska kontrola, promocija i zaštita investicija, turizam, poljoprivreda, itd.

Donošenjem Zakona o tržištu kapitala 2011. godine, uspostavljen je sistem za zaštitu investitora kojim se srpsko zakonodavstvo (kroz ugrađivanje odredbi Direktive 97/9/EK), pri regulisanju zaštite imovine klijenata investicionih posrednika, oslanja na zakonodavstvo EU. (Tepavac, 2009)

Ovim zakonom predviđeno je uspostavljanje Fonda za zaštitu investitora kao institucije kojom se obezbeđuje adekvatna zaštita investitorima, i to kroz nedostupnost ili zaštitu od otuđenja sredstava investitora (dinarskih novčanih sredstava i finansijskih instrumenata) kada se za to steknu propisani uslovi (stečaj člana Fonda) i/ili kada Komisija za hartije od vrednosti utvrdi da član Fonda nije u mogućnosti da ispuni svoje

dospele obaveze prema klijentima, a ne postoje izgledi da će se okolnosti u dogledno vreme značajno promeniti. Članstvo u Fondu regulisano je po osnovu investicionih usluga koje investiciona društva pružaju svojim klijentima, i to po osnovu usluge portfolio menadžmenta i usluge čuvanja i administriranja finansijskim instrumentima za račun klijenata. Zaštita investitora propisana je do maksimalnog iznosa od 20.000 evra u dinarskoj protivvrednosti, po klijentu člana Fonda, a primenjuje se na celokupna sredstva klijenta koja uključuju dinarska novačana sredstva i finansijske instrumente.

Osim Zakona o tržištu kapitala, zaštita investitora u Republici Srbiji predviđena je i drugim pravnim aktima: Pravilnikom o Fondu za zaštitu investitora⁷ (usvojenim od strane Komisije za hartije od vrednosti); Zakonom o Agenciji za osiguranje depozita⁸; Zakonom o bankama⁹; Zakonom o stečaju i likvidaciji banaka i društava za osiguranje¹⁰ i Zakonom o stečaju.¹¹ (Štimac, 2014) Na ovaj način, pravna zaštita investitora u Republici Srbiji "podignuta" je na viši nivo, te u skladu sa tim, u slučaju malverzacija sa imovinom (koje su česte u oblasti raspolaganja sredstvima investitora), investitori svoja prava više ne moraju da ostvaruju sudskim putem (što je bio slučaj pre donošenja Zakona o tržištu kapitala), već Agencija za osiguranje depozita isplaćuje naknadu za izgubljenu imovinu, i to najkasnije u roku od tri meseca od dana utvrđivanja prava na isplatu.

Karakteristično je da Zakon o tržištu kapitala, kao osnovni pravni akt kojim se obezbeđuje zaštita investitora, nije u potpunosti usklađen sa odredbama Direktive 97/9/EK, iako se Republika Srbija SSP-om obavezala da svoje zakonodavstvo u ovoj materiji uskladi sa zakonodavstvom EU: (1) Tako je maksimalni iznos zaštićenog potraživanja u Srbiji 20.000 evra po klijentu, dok se u EU ovaj iznos predviđa kao najmanji zaštićeni iznos; (2) Pored toga, Direktivom 97/9/EK predviđena je mogućnost isključivanja banke iz sistema za zaštitu investitora kada je banka već članica sistema za osiguranje depozita i kada pruža isti nivo

⁷ Sl. glasnik RS, br. 44/12.

⁸ Sl. glasnik RS, br. 14/15 i 51/17

⁹ Sl. glasnik RS, br. 107/05, 91/10. i 14/15

¹⁰ Sl. glasnik RS, br. 14/15. i 44/18.

¹¹ Sl. glasnik RS, br. 104/09, 99/2011. - drugi zakon i 71/12. -Odluka Ustavnog suda, 83/14, 113/17, 44/18. i 95/18.

informacija i zaštite i deponentima i investitorima, a to nije slučaj prema srpskom zakonodavstvu. (3) Dalju razliku predstavlja i valuta novčanih sredstava koja se štite, pa je tako u EU zaštita obezbeđena svim novčanim sredstvima klijenata (nezavisno od valute u kojoj su sredstva položena), dok se u Republici Srbiji zaštita pruža samo dinarskim novčanim sredstvima klijenata. (4) Direktivom 97/9/EK nije propisan način finansiranja sistema za zaštitu investitora, dok je srpskim zakonodavstvom predviđeno da se sistem finansira prikupljanjem sredstava po osnovu obračunatog iznosa doprinosa članovima Fonda za zaštitu investitora, uz istovremeno propisivanje da se iznos doprinosa utvrđuje primenom procenta na ostvarene prihode od aktivnosti i usluga (član 136. Zakona o tržištu kapitala).

Pomenute neusklađenosti (kao i druge manje važne, a ovde navedene neusklađenosti), govore o delimičnom ugrađivanju EU zakonodavstva u sistem zaštite investitora koji posluju na srpskom tržištu kapitala, što u stvari predstavlja delimično ispunjavanje ili neispunjavanje obaveze preuzete SSP-om.

4 ZAKLJUČAK

Bez obzira na veličinu tržišta, i njegovu regulisanost, malverzacije sa imovinom klijenata investicionih posrednika su moguće. Pravna zaštita imovine klijenata investicionih posrednika sa jasnim i preciznim normama i pravilima jedan je od bitnih uslova za razvoj tržišta kapitala. (Beogradska berza, 2006) Pre donošenja Direktive 97/9/EK o sistemima za zaštitu investitora, ostvarivanje prava klijenata, investicionih posrednika, na povrat svoje protivpravno otuđene imovine podrazumevalo je sprovođenje, često, dugotrajnog sudskog postupka. Zbog toga je pravno uređenje ovog pitanja i uspostavljanje specijalizovanih institucija za zaštitu investitora, u državama-članicama EU postala neophodnost koja omogućuje razvoj i slobodno kretanje na zajedničkom tržištu Unije.

U Republici Srbiji, pre donošenja Zakona o tržištu kapitala 2011. godine, nije postojala institucija koja se bavila zaštitom prava klijenata investicionih posrednika, zbog čega se ovaj zakon smatra prekretnicom u regulisanju materije zaštite investitora na srpskom tržištu kapitala. Ipak, pomenutim zakonom srpska regulativa nije u potpunosti usklađena sa regulativom EU, čime Republika Srbija ne samo da nije adekvatno odgovorila na svoju obavezu preuzetu SSP-om, već nije ni uspostavila precizan i efikasan sistem zaštite investitora na srpskom tržištu kapitala.

Imajući u vidu da odredbe Zakona o tržištu kapitala koje se odnose na zaštitu investitora ne obezbeđuju adekvatnu pravnu zaštitu investitora, što za posledicu može imati povlačenje prisutnih investitora ili odustanak novih investitora od ulaganja u srpsku privredu, to je potrebno da se nacionalnim zakonodavstvom obezbedi adekvatna pravna zaštita koja bi pratila savremene trendove u pružanju iste, odnosno koja bi bila u što većoj meri usklađena sa zaštitom koja se pruža u državama-članicama EU. U vezi sa tim, mišljenja smo da je potrebno domaće zakonodavstvo izmeniti tako da se predvidi sledeće: (1) da Agencija za osiguranje depozita uspostavlja Fond za zaštitu investitora; (2) uključivanje svih investicionih usluga u sistem zaštite, čime investicioni posrednici postaju članovi sistema za zaštitu investitora; (3) proširivanje zaštite na sva novčana potraživanja, bez obzira na valutu u kojoj se nalaze; (4) upotreba jednoobrazne terminologije u Zakonu, itd. Ovim, ali i drugim izmenama aktuelnog zakonodavstva, zaštita investitora na srpskom tržištu kapitala bila bi značajno unapređena, što bi uticalo i na dolazak većeg broja investitora u Republiku Srbiju, a time i na veća ulaganja investitora koji već posluju na srpskom tržištu. Ovime bi se značajno doprinelo i razvoju i rastu srpske privrede, a time i njenoj konkurentnosti u rastućoj globalnoj svetskoj privredi.

CITIRANA DELA

Annual Report of Investor Compensation Fund, <http://sfund-bg.com/wp-content/uploads/2020/10/Annual-Report-and-Financial-Statements-for-2019.pdf>

Beogradska berza, (2006). *Regulativa SAD u praksi, primeri manipulacije i prevare na tržištu kapitala*, Beogradska berza, Beograd

- Directive 93/22/EEC on investment services in the securities field, *Official Journal of the European Communities*, L 141, 11 June 1993
- Directive 97/9/EC on investor compensation schemes, *Official Journal of the European Communities*, L 84, 26 March 1997
- Directive 04/39/EC on markets in financial instruments, *Official Journal of the European Union*, L 145, 30 April 2004
- Directive 14/65/EC on markets in financial instruments, *Official Journal of the European Union*, L 173, 12 June 2014
- Directorate General for Internal Policies (2012). *Alternatives to Investor Compensation Schemes and their Impact*, European Parliament, <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/f0a91cc9-101d-4cac-beb5-04e465cb7b19/language-en>
- FGDR Annual report 2019, https://www.garantiedesdepots.fr/sites/default/files/2020-09/FGDR_RAPPORT%20ANNUEL_2019_ENG%20%281%29.pdf
- Izvod iz Izveštaja o Radu Agencije za 2015. godinu u delu koji se odnosi na poslovanje Fonda za zaštitu investitora, www.sec.gov.rs meni – Dokumenti – Akteri na finansijskom tržištu – Fond za zaštitu investitora
- Izvod iz Izveštaja o Radu Agencije za 2016. godinu u delu koji se odnosi na poslovanje Fonda za zaštitu investitora, www.sec.gov.rs meni – Dokumenti – Akteri na finansijskom tržištu – Fond za zaštitu investitora
- Izvod iz Izveštaja o Radu Agencije za 2017. godinu u delu koji se odnosi na poslovanje Fonda za zaštitu investitora, www.sec.gov.rs meni – Dokumenti – Akteri na finansijskom tržištu – Fond za zaštitu investitora
- Law on public offering of securities, (Bugarska), State Gazette, No. 114/30.12.1999, effective 31.01.2000
- Markets in Financial Instruments Act (Bugarska), State Gazette, No. 15/16.02.2018, effective 16.02.2018
- Oxera (2005). *Description and assessment of the national investor compensation schemes established in accordance with Directive 97/9/EC*, Report prepared for European Commission, DG Internal Market, <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2018/07/Investor-compensation-in-the-EU%E2%80%94report.pdf.pdf>
- Oxera (2006). *Funding the Financial Services Compensation Scheme*, Report prepared for The Financial Services Authority, <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2018/03/Funding-of-the-FSCS.pdf>
- Pravilnik o Fondu za zaštitu investitora, *Službeni glasnik RS*, broj 44/12
- Pravilnik o redovitom doprinosu članova, načinu raspolaganja sredstvima i finansijskim izvještajima fonda za zaštitu ulagatelja, *Narodne Novine*, broj 66/19, https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2019_07_66_1313.html
- Radović, V. (2018). *Usklađivanje poslovnog prava Srbije sa pravom Evropske unije -2011*, Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu
- Štimac, M. (2014). *Akcionarstvo i demokratija*, Arhipelag, Beograd.
- Tepavac, R. (2009). *Finansijsko tržište institucije, instrumenti, regulativa*, Filip Višnjić, Beograd.
- World Bank Group (2019). *Republic of Serbia Capital Market Development*, <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/32043/Serbia-Capital-Market-Development-Technical-Note.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Zakon o Agenciji za osiguranje depozita, *Službeni glasnik RS*, br. 14/15 i 51/17
- Zakon o bankama, *Službeni glasnik RS*, br. 107/05, 91/10 i 14/15
- Zakon o privrednim društvima, *Službeni glasnik RS*, br. 36/11, 99/11, 83/14 - dr. zakon, 5/15, 44/18, 95/18 i 91/19

Zakon o stečaju i likvidaciji banaka i osiguravajućih društava, *Službeni glasnik RS*, br. 14/15 i 44/18-dr. zakon

Zakon o stečaju, *Službeni glasnik RS*, br. 104/09, 99/2011 - dr. zakon, 71/12 - odluka US, 83/14, 113/17, 44/18 i 95/18

Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, *Službeni glasnik RS*, broj 47/06

Zakon o tržištu kapitala, *Službeni glasnik RS*, br. 31/11, 112/15, 108/16 i 9/20

Zakon o tržištu kapitala (Hrvatska), *Narodne Novine*, br.65/18

Received for publication: 22.09.2021.

Revision received: 07.10.2021.

Accepted for publication: 10.10.2021.

Kako citirati ovaj rad? / How to cite this article?

Style – *APA Sixth Edition*:

Stojanović, S. R., & Milić, D. (2021, 10 15). Efekti ugrađivanja EU regulative u srpsko zakonodavstvo o zaštiti investitora. (Z. Čekerevac, Ur.) *FBIM Transactions*, 9(2), 108-116. doi:10.12709/fbim.09.09.02.12

Style – *Chicago Sixteenth Edition*:

Stojanović, Snežana R., i Danijela Milić. 2021. „Efekti ugrađivanja EU regulative u srpsko zakonodavstvo o zaštiti investitora.“ Urednik Zoran Čekerevac. *FBIM Transactions* (MESTE) 9 (2): 108-116. doi:10.12709/fbim.09.09.02.12.

Style – *GOST Name Sort*:

Stojanović Snežana R. i Milić Danijela Efekti ugrađivanja EU regulative u srpsko zakonodavstvo o zaštiti investitora [Časopis] // *FBIM Transactions* / ur. Čekerevac Zoran. - Beograd : MESTE, 15 10 2021. - 2 : T. 9. - str. 108-116.

Style – *Harvard Anglia*:

Stojanović, S. R. & Milić, D., 2021. Efekti ugrađivanja EU regulative u srpsko zakonodavstvo o zaštiti investitora. *FBIM Transactions*, 15 10, 9(2), pp. 108-116.

Style – *ISO 690 Numerical Reference*:

Efekti ugrađivanja EU regulative u srpsko zakonodavstvo o zaštiti investitora. Stojanović, Snežana R. i Milić, Danijela. [ur.] Zoran Čekerevac. 2, Beograd : MESTE, 15 10 2021, *FBIM Transactions*, T. 9, str. 108-116.