

# ODNOS PRAVNOG I EKONOMSKOG SISTEMA – ŠANSA ILI PREPREKA ZA RAZVOJ POSLOVANJA INVESTICIONIH FONDOVA U REPUBLICI SRBIJI<sup>1</sup>

Damir Marković,  
Republički fond za zdravstveno osiguranje Sombor

**Rezime.** Rad se bavi istraživanjem značaja uređenja finansijskih tržišta za razvoj poslovnih i razvojnih aktivnosti u Republici Srbiji. Naime, pravno uređenje finansijskih tržišta ima za cilj, pre svega, stvaranje ambijenta za uspešno poslovanje i zaštitu investitora kroz obezbeđenje efikasnog, poštenog i transparentnog tržišta. U takvom ambijentu stvaraju se pretpostavke za osnivanje novih pravnih privrednih subjekata na finansijskom tržištu u Srbiji. Reč je o investicionim fondovima čije je formiranje i poslovanje omogućeno donošenjem Zakona o investicionim fondovima Republike Srbije iz 2006. godine. U radu se razmatra suština i značaj donošenja ovog Zakona ali i njegova primena u praksi. Konačno, ukazuje se i na neophodnost prilagođavanja normativnog okvira u oblasti regulative investicionih fondova u skladu sa potrebama daljeg razvoja finansijskih tržišta u Srbiji. Razmatrala se veza i povezanost pravnog i ekonomskog sistema i uticaj te povezanosti na poslovanje investicionih fondova. Takođe analizirao se i uticaj finansijske krize na kratanja na finansijskom tržištu Republike Srbije i prilagođavanja poslovanja fondova novonastaloj situaciji na tržištu.

**Ključne reči:** pravni sistem, ekonomski sistem, zakon o investicionim fondovima, finansijska kriza

## UVOD

Cilj istraživanja u ovom radu jeste pre svega ukazati na značaj pravnog uređenja za poslovanje investicionih fondova u Republici Srbiji. Ukazati na veoma tešku početnu poziciju koju imaju ovi institucionalni investitori na finansijskom tržištu u R. Srbiji. Takođe, akcenat je stavljen na istraživanje odnosa dva velika sistema, ekonomskog i pravnog i mogućih utućaja tog odnosa na poslovanje na finansijskom tržištu. Stoga se može istaći da je osnovni cilj ovog rada pre svega ukazati na potencijale ulaganja u imovinu investicionih fondova, ali i na sve prepreke koje stoje pred razvojem poslovanja fondova u R. Srbiji. Efikasan odnos pravnog i

---

<sup>1</sup> Stručni rad: Primljeno u redakciju: 11.06.2012, prihvaćeno za objavljivanje: 11.10.2012

Marković, D.

ekonomskog sistema jeste jedan od osnovnih uslova ravoja poslovanja na finansijskom tržištu.

Efikasni pravni sistem je osnov profesionalnog poslovanja koje omogućava učesnicima na tržištu da se posvete investiranju i obezbeđenju prinosa.

Iako ne jedini i najvažniji uslov, pravni osnov jeste osnov bez kojeg nema ni početka razvoja industrije investicionih fondova, a svakako da dalji razvoj ovih institucionalnih investitora zavisi od efikasno postavljene pravne strukture poslovanja.

Pravna infrastruktura treba da obezbedi brzo i pravedno rešavanje sporova između učesnika tržišta hartija od vrednosti u pravcu zaštite prava svojine, maksimalne javnosti i dostupnosti informacija o tržištu hartija od vrednosti i operacijama sa hartijama od vrednosti u formiranju cena i smanjenju rizika, zaštite od nesavesnih investitora i lažnih informacija, nečasnih radnji posrednika i insajdera, kao i sistemske zaštite od finansijskog kraha posrednika odnosno investitora, suzbijanje potencijalnih monopola i neefikasnog razvoja.<sup>2</sup>

Razmatranje zadatke problematike kroz ovaj rad vršeno je kroz nekoliko poglavlja. Nakon uvodnih napomena predstavljen je osnovni pravni i zakonski okvir koji definiše uslove i način osnivanja i poslovanja investicionih fondova u R. Srbiji. Nadalje, ramatrani su pravni uslovi za poslovanje fondova u drugim zemljama, kao i komparacija sa rešenjima domaćih zakonodavaca. Potom je sagledana praktična primena Zakona o investicionim fondovima, prednosti i ograničenja. Rad se završava razmatranjem iskazanih potreba za prilagođavanjem pravnog ambijenta daljim razvojem finansijskog tržišta.

## **1. Pravni okvir za poslovanje investicionih fondova u Republici Srbiji**

U praksi postoji više oblika pravnih pravila kojima se uređuje ambijent za poslovanje na finansijskom tržištu, a svi ovi oblici pravnih pravila imaju jedan zajednički cilj, a to je stvaranje poverenja u finansijsko tržište, učesnike na njemu kao i na samo poslovanje.

Pravna pravila koja uređuju poslovanje na finansijskom tržištu trebaju posebno urediti svaki segment ovog tržišta sa naglaskom na pravna pravila koje se tiču emitenata, pravila koja se tiču pravnog uređenja

---

<sup>2</sup> Janković M., Harmonizacija regulative tržišta hartija od vrednosti, časopis Pravo i privreda, Beograd, 2001, broj 5/8, s. 350 – 368

Odnos pravnog i ekonomskog sistema – šansa ili prepreka  
za razvoj poslovanja investicionih fondova u Republici Srbiji

sekundarnog tržišta, standarde za posrednike na finansijskom tržištu, pravila vezana za rad Komisije za hartije od vrednosti kao najvažnije kontrolne institucije na tržištu kao i pravna pravila kojima se na jasan definiše kolektivno investiranje pre svega dobijanje dozvole za rad, pravila poslovanja i investiranja, javnost rada i drugi elementi poslovanja.

Pravni okvir omogućava nadogradnju i razvoj ekonomskog sistema koji ima uporište u normama koje podstiču poslovanje i olakšavaju investiranje. Bez tako postavljenog sistema i uzajamne povezanosti pravnog i ekonomskog okvira ne može se doći do željenog razvoja.

Normativno-pravnu bazu tržišta hartija od vrednosti u Republici Srbiji čine pre svega sledeći zakoni:

1. Zakon o privrednim društvima
2. Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenta
3. Zakon o preuzimanju akcionarskih društava
4. Zakon o investicionim fondovima

Kao što je i istaknuto, to jesu osnovni zakoni koji regulišu ovu oblast, a svakako da i drugi zakoni koji uređuju poslovanje subjekata na tržištu nekim svojim delom, utiču na poslovanje fondova. Takođe, iz ovih zakona proistuću sva ostala akta, pravilnici i odluke koje zaokružuju celokupni pravni sistem koji se odnosi na poslovanje ovih subjekata.

Od velike je važnosti i povezivanje i korelacija ovih zakona sa većim brojem drugih zakona kao na primer zakon o računovodstvu, o privatizaciji, o porezima, o osiguranju i drugim aktima, kako na tržištu ne bi dolazilo do određenih protivurečnosti. Normalno da koordinacija i međusoban odnos zakona čini važan aspekt koji utiče na poslovanje ovih subjekata, jer nisu nepoznati slučajevi da se neke odredbe između dva ili više osnovnih zakona potiru i da su protivurečni.

Zakon o privrednim društvima iz 2004. godine doneo je standarde koji omogućavaju regulaciju emisije hartija od vrednosti i veću zaštitu prava akcionara, zaštitu manjinskih akcionara i poboljšanje položaja svih učesnika na tržištu. Ovaj zakon je takođe veoma važan za poslovanje društava za upravljanje investicionim fondovima čije je poslovanje određeno smernicama ovog zakona. Naravno, i svi ostali pravni subjekti koji su na neki način povezani sa poslovanjem fondova podležu odredbama ovog zakona, što još jednom potvrđuje važnost ovog zakona za dalji razvoj tržišta kapitala. U ovom zakonu su integrisane i Direktive EU koje usklađuju kompanijsko poslovanje. To su samo neki od pokazatelja da kod domaćeg zakonodavca postoji potreba da se naše pravo, koje je vezano za

Marković, D.

oblast poslovanja ovih institucionalnih investitora, što više uskladi sa pravnim okvirom zemalja Evropske unije.

Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenta ustanovio je detaljne zahteve vezane za javnu emisiju hartija od vrednosti i registraciju izdatih hartija uz transparentnost informacija uz obavezu objavljivanja prospekta na teritoriji cele zemlje. Novi aspekt jeste i pitanje insajderskih informacija i manipulativnog trgovanja, koje se sankcionoše strogim kaznama. Privredni prestupi se mogu sankcionisati kaznama od 100.000,00 do 3.000.000,00 dinara, a moguće su i kazne zatvora do pet godina. Sve ovo ima za cilj da se smanji potencijalni prostor nezakonitog poslovanja i suzi broj privrednih subjekata i sa njima povezanih lica, koja imaju nameru manipulacijama i zloupotrebama doći do nelegalnih poslovnih rezultata. U Srbiji do sad u toj meri nije bilo obuhvaćeno pitanje insajderskih informacija i zloupotrebe istih. Kada se zna koliko je važna informacija u današnjim uslovima poslovanje, onda je jasno zašto je ova oblast detaljno obrađena. Zakonom o tržištu hartija od vrednosti određuju se ovlašćenja i uloga berze, Centralnog registra hartija od vrednosti kao i rad regulatornog organa Komisije za hartije od vrednosti.

Na osnovu ovih usvojenih zakona doneta su i podzakonska akta koja direktno uređuju ovu oblast, a to su Pravilnik o investicionim fondovima i Pravilnik o uslovima za obavljanje delatnosti društva za upravljanje investicionim fondovima kojima se na bliži način reguliše i definiše poslovanje fondova kod nas i sprovode uslovi i ograničenja propisani osnovnim zakonom. Vrlo je važno da i ostali akti koji se donose iz osnovnog zakona budu usklađeni i usmereni smernicama i ciljevima osnovnog zakona. Ostali akti moraju da se na detaljniji način osvrnu na pojedine oblasti iz celokupnog poslovanja koje je određeno zakonom i da svojim jasnim i nedvosmislenim smernicama nastave delovanje osnovnih pravnih uporišta, koja su definisana od strane države. Bilo kakvo dodatno preklapanje akata koje bi dovodilo do zabuna ili nejasnoća u poslovanju ne bi imalo pozitivnih efekata na razvoj poslovanja fondova, koje je tek u začetku i na koje bi jako negativno uticalo bilo kakvo nejasno zakonsko određenje.

Koncipiranje zakonskih odredbi u našim uslovima treba da obezbedi da poslovanje investicionih fondova bude u funkciji povratka poverenja u institucije finansijskog tržišta, da stvori preduslove za dugoročnu stabilnost uslova privređivanja i da obezbedi nesmetan proces privatizacije, odnosno potpomojne transformaciju vlasništva.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> Kelečević L., Investicioni fondovi u SRJ – radna verzija Zakona o fondovima, Pravo i privreda, vol.36, Beograd, 1999, broj 5/8, s. 545 – 558

Funkcionisanje fondova na tržišnim principima podrazumeva da naša zakonska regulativa u oblasti poreza i računovodstva podržava i stimuliše investiranje u ove fondove, što je jedan od načina za rehabilitaciju štednje i uključivanja mnogobrojnih malih štediša u transakcije na finansijskom tržištu.

Ne može se bez ispunjavanja ovih pretpostavki očekivati ravnomerno razvijanje finansijskog tržišta koje je povezano i uslovljeno svim merama koje donosi država. U uslovima kada je godinama osnovno obeležje poslovanja u Srbiji bilo nepoštovanje ali i nepostojanje jasne volje da se tržište zakonski uredi, kada je "siva" ekonomija bila glavna privredna grana, a tržište i monetarni sistem bili izuzetno nestabilni, novi izvori prava su imali dodatan zadatak, a to je povratak poverenja u institucijalno funkcionisanje tržišta koje treba svima da obezbedi fer uslove poslovanja.

Stvari nisu postavljene i završene usvajanjem zakona, to je tek početak procesa jer sledi još važniji deo u poslovanju investicionih društava, a to je primena ovih zakonskih akata. Pravovremena i potpuna primena zakona jedini je garant delovanja svih rešenja koja su sadržana u zakonima, a čiji je cilj omogućavanje što uspešnijeg poslovanja fondova i stvaranje kvalitetnog ambijenta privređivanja.

### **3. Zakonsko uređenje poslovanja investicionih fondova u drugim zemljama**

Zakonodavstvo razvijenih zemalja različito je uredilo osnivanje i poslovanje investicionih fondova. Po pravilu susreću se dva moguća načina uređivanja ove izuzetno značajne oblasti: u opštem ili posebnom zakonu. U zemljama gde je pitanje investicionih fondova uređeno u opštem zakonu to su pravna pravila koja uređuju poslovanje sa hartijama od vrednosti ili uređuju poslovanje na berzi i finansijske posrednike.

Kod mnogo zemalja ova oblast je pravno uokvirena pre mnogo godina i dobijala je na svom kvalitetu tokom vremena prilagođavajući se i menjajući se u skladu sa trendovima na tržištu. Sa čisto tehničkog stanovišta kod našeg zakonodavca je bilo moguće urediti datu oblast još prilikom donošenja Zakona o tržištu hartija od vrednosti i to u okviru samog zakona što nije nepoznata praksa u evropskim zemljama.

Marković, D.

U Mađarskoj je oblast investicionih fondova uređena odredbama Zakona o tržištu kapitala (Act CXX, 2001), slično je i sa rumunskim Omnibus zakonom koji ovim aktom uređuje sve odnose na tržištu kapitala.<sup>4</sup>

Kada se uopšte i govori o zakonskom uređenju poslovanja investicionih fondova u drugim zemljama mora se osvrnuti pre svega na zakonodavstvo u Sjedinjenim Američkim Državama. SAD su postavile osnove savremenog sistema pravnog uređenja tržišta hartija od vrednosti pre više od sedam decenija kroz dva nivoa i to državni nivo, preko Komisije za hartije od vrednosti i berze i drugi nivo – samoregulatorni – preko asocijacije profesionalnih učesnika. U SAD je najrazvijenije poslovanje fondovske industrije tako i iz toga proističe da ova zemlja ima narazvijeniji pravni sistem. Još jedna karakteristika američkog pravnog sistema koji uređuje ovu oblast jeste njegova stalnost. Naime nekoliko zakona koji uređuju ovu oblas datiraju još iz prve polovine 20. veka i sa manjim izmenama još su i danas na snazi.

#### **4. Iskustva u primeni Zakona o investiciom fondovima Republike Srbije u praksi**

Konačno sa mnogo zakašnjenja, koje je veoma teško objasniti ali i razumeti, decembra meseca 2006. godine donosi se Zakon o investicionim fondovima i Zakon o tržištu hartija od vrednosti, koji kao izvori prava u Republici Srbiji predstavljaju apsolutni osnov za poslovanje investicionih fondova, te moraju dovesti do osavremenjavanja postupka javne prodaje i kupovine hartija od vrednosti i uvesti nove učesnike na finansijsko tržište.

To je bio početni uslov koji je nepochodan za svaki dalji razvoj poslovanja fondova na domaćem finansijskom tržištu koje je ionako nedovoljno razvijeno i destimulisano raznim poteškoćama u radu. Zakon koji uređuje poslovanje investicionih fondova u Hrvatskoj se primenjuje već nekoliko godina i doveo je do ekspanzije fondovske industrije i aktivacije štednje građana. Nisu u potpunosti jasne činjenice koje su uticale da Srbija među poslednjima u regionu dobije ovakav zakonski okvir.

Zakon o investicionim fondovima je podeljen prema predmetu regulisanja na osam osnovnih poglavlja:

1. Osnovne odredbe – u kojima su bliže određeni neki pojmovi koji su sastavni deo Zakona kao što je predmet uređivanja ovog Zakona, značenje pojedinih pojmova te zabrana upotrebe pojma "investicioni fond"

---

<sup>4</sup> Mališić A., Novi faktor likvidnosti domaćeg tržišta investicioni fondovi, Institut ekonomskih nauka, Beograd, 2007, <http://www.ien.bg.ac.rs>

2. Društvo za upravljanje – gde su bliže određeni i objašnjeni pravna forma društva za upravljanje, delatnost društva, osnivanje, organizovanje i tehnička osposobljenost, zahtev za izdavanje dozvole za rad, izveštavnje društva, uprava društva za upravljanje, opšti akti društva
3. Investicioni fondovi – osnivanje, naziv i poslovno ime fonda, dozvola za rad investicionog fonda, organizovanje, predmet i ograničenja kod ulaganja, investicioni cilj i investiciona politika oglašavanje fondova i izdavanje Prospekta i skraćenog prospekta, marketing, vrste fondova i detljno definisanje otvorenih, zatvorenih i privatnih fondova, vrednost fonda i prinosi
4. Kastodi banka – poslovi koje ova banka obavlja za fondove, ugovor sa kastodi bankom, raskid ugovora sa kastodi bankom
5. Nadzor – Komisija za hartije od vrednosti i njene nadležnosti, nadzor nad poslovanjem, mere nadzora kao i oduzimanje dozvole za rad društvu za upravljanje
6. Strana društva za upravljanje i investicioni fondovi
7. Kaznene odredbe – definisanje krivičnih dela u ovoj oblasti (saopštvanje privilegovanih informacija i oglašavanje prospekta sa neistinitim podacima, privredni prestupi i prekršaji u poslovanju
8. Prelazne i završne odredbe

Generalna ocena zakona o investicionim fondovima je da spada u red strožijih zakona, imajući u vidu uslove za osnivanje fonda, stroge kriterijume za depozitare i menadžere, strogu kontrolu, ograničenja ulaganja imovine i ostale zahteve koji za cilj imaju zaštitu interesa investitora. Polazeći od odredbi zakonodavaca u Sjedinjenim Američkim Državama i Evropskoj uniji, koji ovu oblast strogo definišu uz pojačani državni nadzor. Pravno uređenje finansijskog tržišta ima za cilj pre svega stvaranje ambijenata za uspešno poslovanje i zaštitu investitora kroz obezbeđivanje efikasnog, poštenog i transparentnog tržišta i smanjenje sistemskog rizika, te sprečavanje malverzacija i prevara na štetu ulagača. Zakonski okvir koji je usvojen treba da reguliše veoma značajan aspekt poslovanja investicionih fondova na finansijskom tržištu, njihovo mesto i ulogu, upravljanje, zaštitu prava kao i ispunjavanje preuzetih obaveza.

Tržište hartija od vrednosti je zakonski najuređenije od svih tržišta zbog složenosti odnosa, obima transakcija, investicionih rizika i asimetričnosti informacija (izdavaoc i profesionalni učesnici znaju više o konkretnoj hartiji od vrednosti od investitora). Zakoni moraju obuhvatati sve finansijske instrumente i sve učesnike na tržištu hartija od vrednosti.

Kako se radi o situaciji da je za ravnopravno učestvovanje na tržištu potrebno imati određena specifična znanja, to je nametnulo obavezu

Marković, D.

zakonodavcu da posebnu pažnju posveti zaštiti pojedinačnih ulagača, koji su i u najvećem broju članovi investicionih fondova. Za zaštitu investitora posebnu važnost ima državna politika zbog činjenice da se država pojavljuje na tržištu kao najveći zajmotražilac i najveći prodavac akcija preduzeća i banaka.

Nepostojanje pravnih okvira u kojima treba da posluju ovi i drugi finansijski subjekti, direktno stvara štetu kako državi tako i ostalim subjektima.

To se pre svega ogleda u gubitku potencijalne dobiti koja nije ni ostvarena, zbog nepostojanja uslova za poslovanje fondova, a za državu je gubitak u zaostatku i gubitku koraka u razvoju svog tržišta kapitala.

Prema Zakonu o investicionim fondovima Republike Srbije investicioni fondovi se u Srbiji klasifikuju u tri grupe i to:

1. Otvoreni investicioni fondovi
2. Zatvoreni investicioni fondovi
3. Privatni investicioni fondovi

Ovo je jedna od osnovnih klasifikacija koja proizilazi iz zakonskog okvira i prihvatanje je pravne prakse koja su zastupljena u tržišnim ekonomijama evropskih zemalja.

Otvoreni fondovi, kao trenutno najzastupljeniji oblik poslovanja investicionih fondova u svetu dobili su centralno mesto u našem Zakonu i detaljno su uređeni ovim zakonom i podzakonskim aktima. Definisani su kao institucionalni investitori bez pravnog subjektiviteta, čije poslovanje vodi Društvo za upravljanje, što su neka od rešenja koja se primenjuju u zemljama članicama Evropske unije. Zatvoreni fondovi po ovom Zakonu posluju kao klasična pravna društva na koje se primenjuju odredbe Zakona o privrednim društvima. Privatni investicioni fondovi su takođe definisani ovim zakonom kao pravna lica sa svim odredbama koje se odnose na njihovo poslovanje i ograničenja u radu.

Svakako da je samo postojanje i njegovo usvajanje 2006. godine stvorilo uslove za poslovanje fondova u Republici Srbiji. To je zasigurno samo po sebi šansa za razvoj. Ali to takođe veoma lako može postati i izgubljena šanasa, ako se ne ispune i svi ostali uslovi koji su bitni za poslovanje ovih institucionalnih investitora. Činjenica da je Zakon usvojen tek 2006. godine, već dosta ograničavajuća za domaće fondove, jer dok oni tek kreću sa poslovanjem i tržišnom konkurentnošću, fondovska industrija u zemljama regiona je već imala nekoliko godina poslovanja i ispitivanja tržišta ispred sebe.

Značaj opšteg pravnog okvira ovog zakona jeste u tome da se ovim zakonom kreira ambijent za poslovanje novih formi ulaganja kapitala, ali i intenzivnije uključivanje individualnih i takozvanih malih investitora na tržište hartija od vrednosti. Nesumnjivo da su ova pravna pravila osnov svakog daljeg poslovanja investicionih fondova u Srbiji i njihovog razvoja. Do usvajanja ovog Zakona nije bilo moguće da naši građani učestvuju u dobiti i poslovanju investicionih fondova. Vremenom će se pokazati pravi efekti i dobre i loše strane ovog zakona kao i njegovo dejstvo na još uvek nerazvijeno tržište kapitala u Srbiji. Uticaj će zavisiti i od usklađenosti Zakona sa stepenom razvoja tržišta jer se u praksi pokazalo da velika odstupanja zakonskih odredbi od stanja na tržištu može dovesti do puno negativnih efekata kao i do nepridržavanja Zakona. Od velikog značaja je i insistiranje na potpunom poštovanju normi koje su propisane zakonskim odredbama kako bi se ostvario pun kapacitet Zakona.

Još jedna od pravnih karakteristika Zakona o investicionim fondovima su svakako i ograničenja koja su sadržana u odredbama zakona, a koja su u vezi poslovanja investicionih fondova, a posebno u vezi ulaganja imovine. Investicioni fond po ovom Zakonu ne može kupovati investicione jedinice čiji je izdavalac: društvo za upravljanje, kastodi banka, brokersko društvo koje vrši usluge za fond, akcionar društva za upravljanje i povezana lica. Ovim Zakonom dati su i okviri za oglašavanje investicionog fonda pre svega odredbe koje se tiču na izdvanje i istinitost podataka datih u Prospektu i skraćenom prospektu kao i marketing aktivnosti.

Kako je usvajanje ovog Zakona dočekano kao prilika i šansa za početak i razvoj poslovanja fondova u Srbiji, tako su njegovim konačnim usvajanjem i početkom primene počeli da stižu i prvi "glasovi" za njegovu izmenu. To je bio signal da investitori prate tržište i da se traži usklađivanje zakonskih normi sa stanjem na tržištu. Jer nije dovoljno doneti zakon koji će sadržati odredbe definisane praksom razvijenih zemalja, jako je važno da se uvažavaju specifičnosti finansijskog tržišta u Srbiji. A ta se se specifičnosti u nekim stvarima razlikuju od drugih tržišta, pre svega se to ogleda u nerazvijenosti tržišta i činjenici da je veoma "plitko" tj. da na tržištu nemamo veću ponudu kvalitetnih hartija od vrednosti sa kojima bi se trgovalo.

Fondovi traže izmene koje se odnose na povećanje limita za ulaganje u inostranstvo, a traže se i izmene koje se odnose na mogućnost da u fondove mogu da ulažu osnivači i povezana lica kao i članovi menadžmenta. Takođe određeni problemi se javljaju i u pokušavanju ograničavanja samostalnosti i nezavisnosti Komisije za hartije od vrednosti.

Marković, D.

Komisija za hartije od vrednosti kao instituciju u regionu, ne retko se kaže da je bog i batina na tržištu kapitala. U Hrvatskoj, tamošnja Hanfa, uživa ogroman autoritet. Hanfa je za razliku od srpske Komisije, nezavisno pravno lice, što znači da se u njen rad ne mogu mešati državni organi.<sup>5</sup>

Po mišljenjima analitičara i privrednih subjekata koji se bave investicionim fondovima i njihovim poslovanjem, domaći zakonski okvir koji uređuje poslovanje fondova u Srbiji je dosta restriktivan i deluje ograničavajuće na ulaganje imovine fondova. Po našem zakonu Komisija svoje poslove obavlja kao poverene čime je izbrisana njena nezavisnost i pretvorena u deklarativnu funkciju. Činjenica da naša Komisija ima relativno skroman izbor instrumenata kojima može sankcionisati učesnike na tržištu te se može postaviti pitanje same opravdanosti postojanja ovakve institucije. Praksa je pokazala da se u nekoliko slučajeva Komisija pokazala kao jako zavisna od političkih uticaja ili još dalje da je produženi instrument političkog delovanja. To utiče da smisao Komisije kao nadzornog tela skoro i ne postoji ili je samo formalno deklarisan bez pravog praktičnog dejstva. Na razvijenim finansijskim tržištima vlada upravo suprotna situacija Komisije za hartije od vrednosti imaju jako važnu ulogu, samostalnost i veoma su uticajne na finansijskim tržištima. Američka Komisija za hartije od vrednosti je simbol nadzora nad poslovanjem i glavni regulator koji obezbeđuje zakonito poslovanje. Svoj kredibilitet crpi iz svoje nezavisnosti i odupiranju pritiscima koji utiču na njeno poslovanje.

Po Zakonu ulaganje u akcije svoje kastodi banke nije dozvoljeno te je teško očekivati da će fondovi za obavljanje usluga uzeti banku čije su akcije visoko likvidne na tržištu hartija od vrednosti.

Hrvatska je usvojila izmene pravilnika o ulaganju investicionih fondova u cilju omogućavanja boljeg okruženja za ulaganje. Izmene su se odnosile i na mogućnost da se između investicionih fondova kojima upravlja isto društvo za upravljanje mogu zaključivati repo ugovori što nije bilo moguće do donošenja ovih izmena koje trebaju obezbediti nove izvore likvidnosti.

Dogradnja zakona u oblasti funkcionisanja finansijskog tržišta trebalo bi da se ogleda u sledećem:

- u što većoj harmonizaciji pravnih pravila sa međunarodnom praksom
- u što većoj meri izbeći preteranu intervenciju države na finansijskom tržištu
- u što većoj meri uvažiti stepen razvijenosti finansijskog tržišta u Srbiji i njegove specifičnosti

---

<sup>5</sup> Novac, nedeljnik o ekonomiji, Beograd, 2008, broj 5

## **5. Neophodnost prilagođavanja normativnog okvira u oblasti regulative investicionih fondova u skladu sa potrebama daljeg razvoja finansijskih tržišta u Republici Srbiji**

Nakon stupanja na snagu Zakona o investicionim fondovima 11.12.2006. godine u februaru 2007. godine registrovan je prvi investicioni fond "Delta plus" koji je za samo dva meseca sakupio 4 miliona evra od preko 500 investitora.

Mišljenja su bila da bi trebalo raditi na izmenama Zakona o investicionim fondovima koje bi omogućile:

- osnivanje fonda koji bi garnatovao uloge i podržavao ugroženu likvidnost fondova
- izostaviti iz Zakona obavezu da društvo za upravljanje mora za svaki fond da ima portfolijo menadžera, to jest službu, što dodatno povećava troškove fonda. Iskustva iz drugih zemalja ukazuju da dobro organizovane portfolijo službe mogu efikasno voditi više investicionih fondova i tako značajno smanjiti troškove fonda
- treba ukinuti ili smanjiti ograničenja za ulaganja u investicioni fond od strane povezanih lica

Ovo su samo neki od predloga koji idu u pravcu poboljšanja kvaliteta i dejstva Zakona o investicionim fondovima, a čije su slabosti uočene u praksi. Takođe neke izmene bi mogle ići i u pravcu ublažavanja ograničenja koja se tiču ulaganja imovine fondova.

Svetska finansijska kriza koja najdirektnije utiče i ostavlja najveće posledice između ostalih i na investicione fondove dodatno je ubrazala usvajanje predloga za izmenu zakona. U Srbiji je kriza uticala na smanjenje likvidnosti fondova, pad vrednosti investicionih jedinica pa čak i do gašenja pojedinih fondova. Jedan od razloga za ovako stanje je i što sadašnji zakonski okvir deluje destimulativno na fondove i ne ostavlja im puno prostora u kojem bi našli alternativne za svoju posrnulu likvidnost. Suočeni sa pritiscima na finansijskim tržištima i problemima u poslovanju investicionih fondova koji su podložni posledicama finansijske krize doneti su predlozi za izmene nekih odredbi Zakona o investicionim fondovima.

Ove izmene su pre svega išle ka smanjenju nekih ograničenja koja se tiču ulaganja imovine, određenih rokova, uslova zaduživanja kao i

Marković, D.

pojašnjavanje nekih odredbi koje su ostale nedovoljno jasne osnovnim zakonom.

U martu mesecu 2009. godine doneta je Uredba o ulaganju imovine i zaduživanju društava za upravljanje investicionim fondovima i investicionih fondova u uslovima poremećaja na finansijskom tržištu. Takođe marta meseca 2009. godine Ministarstvo finansija Republike Srbije uputilo je Predlog Zakona o izmenama i dopunama Zakona o investicionim fondovima kao svoje viđenje i odgovor na novonastalu situaciju na finansijskom tržištu, ali i odgovor na moguće poboljšanje donetog osnovnog zakona. Nakon višemesečnih analiza stanja na tržištu koje je dodatno pogoršano negativnim uticajem finansijske krize i sagledavanjem problema sa kojim se suočavaju investicioni fondovi kao i potreba da se podstakne dalji razvoj donete su konkretne promene regulative.

Cilj mera predloženih Uredbom je da se u uslovima globalne finansijske krize koja se prelila i na srpsko finansijsko tržište, delujući negativno na tržište kapitala na kojem posluju investicioni fondovi, bio bi da se obezbede što stabilniji i povoljniji uslovi poslovanja koji po okončanju krize trebaju biti podrška bržem razvoju industrije fondova.

Jedna od najznačajnijih promena koja je su donete Uredbom jesu mogućnost društva za upravljanje investicionim fondom i sa njim povezanih lica da investiraju svoja sredstva u investicione jedinice i akcije fonda kojim upravlja do najviše 20% neto vrednosti imovine fonda.<sup>6</sup> Ovakva mogućnost daje šansu i podsticaj osnivačima investicionih fondova da sopstveni kapital plasiraju na način koji pospešuje poslovanje fonda. To je dodatan signal postojećim, ali posebno budućim ulagačima u fond da su osnivači društva za upravljanje spremni da svojim kapitalom snose rizik poslovanja fonda i na taj način povećaju kredibilitet investicionog fonda. Ovako rešenje je u skladu sa zakonskim odredbama u većem broju zemalja gde se propisuje i obaveza društva za upravljanje da ulažu svoja sredstva u fondove kojima upravljaju.

Važna izmena se odnosi i na obavezu društva za upravljanje da angažuju najmanje jednog portfolio menadžera na određeno vreme koji može upravljati sa više fondova što je mnogo fleksibilnije od ranije odredbe koja je predviđala za svaki investicioni fond posebnog portfolio menadžera. To utiče na znatno smanjenje troškova društvu za upravljanje i ostavlja im mogućnost da u skladu sa svojim mogućnostima i uslovima na tržištu

---

<sup>6</sup>Član 2., Uredba o ulaganju imovine i zaduživanju društava za upravljanje investicionim fondovima i investicionih fondova u uslovima poremećaja na finansijskom tržištu

Odnos pravnog i ekonomskog sistema – šansa ili prepreka  
za razvoj poslovanja investicionih fondova u Republici Srbiji

angažuju odgovarajući broj menadžera. U ovoj oblasti je jasnije izvršena i raspodela dužnosti i obaveza između uprave društva za upravljanje i portfolio menadžera, a u skladu sa pozitivnim rešenjima iz zemalja sa razvijenom fondovskom regulativom gde je jasno definisano da uprava društva za upravljanje ima sve odgovornosti i nadležnosti za celokupno finansijsko poslovanje fonda, dok su portfolio menadžeri zaduženi za operativno izvršavanje politika investicionih fondova, a koje je donelo društvo za upravljanje fondom.

Pažnja je obraćena i na sticanje kvalifikovanog učešća u društvu za upravljanje tako da lice koje stekne kvalifikovano učešće suprotno odredbama Zakona o investicionim fondovima gubi pravo glasa po osnovu tako stečenih akcija.

Takođe radi lakšeg plasiranja kapitala dodata je mogućnost da se kapital fonda može investirati i u jedinice otvorenog investicionog fonda i to 20% vrednosti fonda. Data je mogućnost da se u prvih šest meseci poslovanja mogu prekoračiti ograničenja vezana za ulaganja imovine kako bi se fondu omogućilo da u početku poslovanja stekne što bolje uslove za nastavak i dalji razvoj svog poslovanja.

Zbog slabljenja investicionih jedinica fondova i potencijalnog odliva članova fonda, Uredbom o ulaganju imovine i zaduživanju društava za upravljanje investicionim fondovima i investicionih fondova u uslovima poremećaja na finansijskom tržištu izvršena je izmena Člana 46. Zakona, u kojem je bilo definisano da član investicionog fonda može steći najviše 10% neto vrednosti fonda, na najviše 20% vrednosti fonda kojeg je član.

Zbog trenutno velikih problema sa likvidnošću, izvršene su izmene i u pogledu zaduživanja fonda radi prevazilaženja perioda u kojem fondovi imaju problema sa izvršavanjem svojih obaveza. Društvo za upravljanje fondovima se može zadužiti do najviše 20% vrednosti imovine fonda umesto dosadašnjih 10%, na rok od 360 dana koji je vidno veći od prvobitnih 90 dana i daje prostora da se prevaziđu problemi na tržištu.<sup>7</sup>

Uzimajući u obzir činjenicu da efikasan i stabilan razvoj fondova značajno utiče i na funkcionalnost i održivost privrednog razvoja u celini, interes celokupnog društva je da se ovim izmenama regulative pruži šansa fondovima da prebrode krizna vremena i u budućnosti donesu prednosti

---

<sup>7</sup>Član 4., Uredba o ulaganju imovine i zaduživanju društava za upravljanje investicionim fondovima i investicionih fondova u uslovima poremećaja na finansijskom tržištu

Marković, D.

ekonomskom napretku kako je to slučaj bio u mnogim razvijenim zemljama.

Međutim, ovi brojni zahtevi za izmenu Zakona o investicionim fondovima Republike Srbije iz 2006. godine automatski ne znače da je ovaj zakon loš ili da ne odgovara stanju na tržištu. Jednostavno novi uslovi koji su nastupili na tržištima sa negativnim uticajem svetske ekonomske krize dodatno su u ubrzali zahteve učesnika na tržištu čija je likvidnost dodatno ugrožena.

U junu mesecu 2009. godine donosi se Zakon o izmenama i dopunama zakona o investicionim fondovima kojim su ugrađene u Zakon izmene koje su definisane Uredbom. U maju 2011. godine usvojena je nova izmena Zakona o izmenama i dopunama zakona o investicionim fondovima.

## ZAKLJUČAK

Investicioni fondovi kao institucionalni investitori koji su svoj početak i razvoj poslovanja u Srbiji započeli usvajanjem Zakona o investicionim fondovima Republike Srbije iz 2006. godine, stavljeni su pred sve izazove koji se mogu pojaviti u poslovanju. Srbija je neobjašnjivo svoj Zakon o investicionim fondovima dobila tek 2006. godine, a prvi fond je počeo da radi 2007. godine što je pet-šest godina zakašnjenja u odnosu na zemlje regiona. Ova činjenica svakako da je imala negativan uticaj na mogućnost brzog razvoja fondova u Srbiji i stvarala mogućnost za mnoge špekulacije tokom procesa privatizacije, gde se mali individualni investitori nisu mogli ravnopravno pojaviti kao učesnici na finansijskom tržištu.

Radi uspešnijeg razvoja okruženja za poslovanje investicionih fondova treba unaprediti sistemske mere nadležnih državnih organa za postizanje makroekonomske i političke stabilnosti u zemlji, kao i mera za zaštitu investitora i njihovih ulaganja u hartije od vrednosti.

Poremaćaji na svetskom finansijskom tržištu i ogroman pad cena hartija od vrednosti koje se kotiraju na berzma ima velike posledice po otvorene investicione fondove, ali i po fondove uopšte. Investicione jedinice fondova koji imovinu ulažu na sekundarnom tržištu beleže konstantan pad i povlačenje investitora.

Pitanje je koliko su fondovi uspeali i da posluju na tržištu R. Srbije i pre početka finansijske krize. Potrebno je preuzeti, pre svega, dalje korake u unapređenju pravnih pravila, podizanju nivoa znanja kao i insistiranju na što većem poštovanju propisa.

Brojna istraživanja su pokazala da uloga finansijskog tržišta u ekonomiji direktno zavisi od stepena zaštite investitora. One zemlje koje nisu zaštitile investitore osuđene su na krize, manju ulogu tržišta hartija od vrednosti i slabiji ekonomski rast.<sup>8</sup>

Zakasnelo donošenje zakona u Srbiji, težak tranzicioni period sa puno opterećujućih loših primera privatizacije nije bio dobra osnova za početak rada fondova. Kratak period u kojem posluju otvoreni investicioni fondovi u Srbiji nije bio dovoljan da se sa pravog i praktičnog stanovišta utvrde svi uticaji pravnih pravila na poslovanje fondova kao i dobri i loši uticaji ovako postavljenih zakonskih smernica. Pravni i fizički subjekti u Srbiji ni pre početka svetske finansijske krize nisu poznavali suštinu rada investicionih fondova i ulaganje u fondove je za njih bila čista egzotika.

Na kraju se može zaključiti da je uspostavljanje efikasnog i primenjivog pravnog sistema svakako uslov koji jeste šansa za razvoj poslovanja investicionih fondova. Takođe, to ne samo da je šansa već je uslov bez kojeg nije ni bilo moguće ni započeti poslovanje, a svaki dalji korak je zavisio od dobro postavljenih pravnih pravila. Nadalje povezanost pravnog i ekonomskog sistema koje je održivo u praksi ukazuje na dobro postavljena pravila poslovanja. Samo tako povezni sistemi mogu biti šansa za razvoj poslovanja.

## REFERENCE:

1. Janković M., Harmonizacija regulative tržišta hartija od vrednosti, časopis Pravo i privreda, Beograd, 2001, broj 5/8, s. 350 – 368
2. Kelečević L., Investicioni fondovi u SRJ – radna verzija Zakona o fondovima, Pravo i privreda, vol.36, Beograd, 1999, broj 5/8, s. 545 – 558
3. Mališić A., Novi faktor likvidnosti domaćeg tržišta-investicioni fondovi, Institut ekonomskih nauka, Beograd, 2007, <http://www.ien.bg.ac.rs>
4. Novac, nedeljnik o ekonomiji, Beograd, 2008, broj 5
5. Zakon o investicionim fondovima, Službeni glasnik Republike Srbije, Beograd, 2006, broj 46/06
6. Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, Službeni glasnik Republike Srbije, Beograd, 2006, broj 47/06
7. Pravilnik o investicionim fondovima, Službeni glasnik Republike Srbije, Beograd, 2006, broj 110/06

---

<sup>8</sup>Janković M., Pravna regulacija tržišta hartija od vrednosti i zaštita investitora, časopis Pravo i privreda, Beograd, 2007, vol.44, broj 5/8, s. 957 – 966

Marković, D.

8. Uredba o ulaganju imovine i zaduživanju društava za upravljanje investicionim fondovima i investicionih fondova u uslovima poremećaja na finansijskom tržištu, Službeni glasnik Republike Srbije, Beograd, 2009, broj 21/09

## RELATIONSHIP OF LEGAL AND ECONOMIC SYSTEM - CHANCE OR OBSTACLES FOR DEVELOPMENT OF INVESTING IN SERBIA

Damir Marković,  
Republic Fund for Health Insurance Sombor

**Abstract.** This paper comprises the research on the importance of financial market arrangement for the development of business activities in the Republic of Serbia. Namely, the legal arrangement of financial markets aims to achieve the realization of the environment for the successful business and protection of the investors by securing an efficient, fair and transparent market. In such surroundings the preconditions can be made for the establishment of new legitimate economical subjects in the Serbian financial market. The word is about the investment funds that were made possible by the acquiring of the Investment Funds Law in the Republic of Serbia, brought out in 2006. This article tackles the essence and the significance of this law and its implementation, as well. Finally, the author points out the necessary normative frame adjustment in the area of investment fund regulative accordingly to the needs of the further development of financial markets in Serbia. The relationship between legal and economical system makes also the subject of this article and, in addition the influence of that interconnectivity onto investment funds business. The financial crisis in present has its own peculiar effects that these funds have to deal with especially by adapting to the resulting situation in the Serbian financial market.

**keywords:** Legal system, economical system, Investment Funds Law, financial crisis