

**Јована Брашић,\***  
Асистент Правног факултета,  
Универзитет у Крагујевцу

ПРЕГЛЕДНИ НАУЧНИ ЧЛАНАК

doi:10.5937/zrpfni1672345B

UDK: 336.1.07:336.763

Рад примљен: 23.12.2015.

Рад прихваћен: 03.02.2016.

## **ПРАВНИ ПОЛОЖАЈ И ПИТАЊЕ САМОСТАЛНОСТИ КОМИСИЈЕ ЗА ХАРТИЈЕ ОД ВРЕДНОСТИ РС**

**Апстракт:** Комисија за хартије од вредности је регулаторни орган на тржишту капитала Републике Србије, који се стара о безбедном и легалном пословању на тржишту капитала, спровођењу надзора над учесницима финансијских трансакција и правилној и доследној примени одредаба закона, којима се уређује трговина на финансијским тржиштима. У условима финансијске кризе, правни положај и надлежности Комисије за хартије од вредности су осавремењени у циљу праћења глобалних светских токова. У складу са тим, основни циљ истраживања усмерен је ка анализи тренутне ситуације на тржишту капитала и статуса Комисије за хартије од вредности. Предмет рада јесте анализа правног положаја и нивоа самосталности који има Комисија. У раду се анализира значај који има увођење надзора кроз посебно регулаторно тело на финансијском тржишту Републике Србије, указује се на основна статусна питања и подробно анализира сваки сегмент институционалне независности Комисије, персонална, финансијска и оперативна независност. Такође, начињен је и упоредноправни приказ домаћих решења појединих питања из домена независности регулаторног тела са решењима у земљама из непосредног окружења и земљама англосаксонског права.

**Кључне речи:** самосталност Комисије, правни положај, институционална независност, персонална независност, финансијска независност, оперативна независност.

---

\* jbrasic@jura.kg.ac.rs

## 1. Уводна разматрања

Обезбеђење правне сигурности и очување принципа поузданости улагача у објављене податке о емитентима и хартијама од вредности основни је циљ надзора над пословањем учесника на финансијском тржишту. Како се у темељу финансијских тржишта налази поверење, то је неопходно обезбедити да детаљно регулисање не остане мртво слово на папиру, већ да прописана правила понашања у трговини хартијама од вредности буду доследно примењивана од стране тржишних актера. Умањење тржишних несавршености и ублажавање могућих последица чини се увођењем обавезе објављивања проспекта и финансијских извештаја емитената хартија од вредности, као и оснивањем посебних регулаторних тела од стране државе, задужених за обезбеђивање легалности у финансијским трансакцијама. Кроз надлежна регулаторна тела држава подиже ниво информисаности, контролише законитост у објављеним подацима, штити инвеститоре и поштено, коректно и професионално пословање присутних учесника.

Успостављању надзора над обављањем финансијских трансакција знатно су допринели велики берзански крахови и економске кризе до којих је долазило услед трговине на основу недовољно поузданих хартија од вредности, преварних информација, различитих манипулативних радњи финансијских посредника и злоупотреба на тржишту које су узроковане шпекулативним радњама тржишних учесника. Чињеница да су се у сржи корпоративних скандала, који су у позадини берзанских крахова, налазила кривотворења финансијских извештаја и злоупотребе великих инвеститора, ишла је у прилог оснивању професионалног правног лица које би се бавило искључиво надзором и одржавањем реда у пословању на финансијском тржишту. У том циљу државе конституишу посебне, специјализоване и независне институције којима поверавају вршење пруденционог надзора. Следећи праксу држава са развијеним финансијским тржиштем, и у Републици Србији се оснива Комисија за хартије од вредности (у даљем тексту: Комисија), која добија овлашћења делања у циљу спречавања злоупотреба у финансијском сектору.

## 2. Оснивање и улога Комисије за хартије од вредности РС

Комисија за хартије од вредности је самостална и независна организација, која одобрава издавање хартија од вредности, стара се о објављивању података о издаваоцима хартија од вредности, даје дозволу за учешће у трговини и врши контролу учесника на финансијском тржишту. Основана

је на основу Закона о хартијама од вредности<sup>1</sup> 1990. године Одлуком Савезне владе о делокругу и саставу Комисије. Новооснована Комисија је као независна савезна институција, ценећи легалитет емисије и укупни бонитет емитента, одобравала издавање дугорочних хартија од вредности, контролисала њихов примарни и секундарни промет, издавала дозволе за рад берзи и берзанским посредницима и вршила друге функције које су биле утврђене законом (Слијепчевић, 1995: 525). Међутим, иако је само формирање Комисије било значајан помак у условима наглог развоја финансијског тржишта, ипак у одредбама закона којима је био регулисан њен правни положај, било је извесних недоречености, које су отвориле читав низ дилема о статусу Комисије.

Знатан помак у односу на ранију регулативу начињен је одредбама Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената<sup>2</sup>, а данас је положај и статус Комисије регулисан одредбама Закона о тржишту капитала<sup>3</sup>. Законом о тржишту капитала учвршћени су положај и надлежности Комисије ради праћења савремених трендова на финансијском тржишту, као што су пораст броја издаваоца хартија од вредности, стално растуће понуда и потражња, развој глобалног финансијског тржишта, нови облици трговања, нови финансијски инструменти. Одредбама Закона о тржишту капитала Комисија је одређена као самостална организација ван класичног управног апарата, која за свој рад искључиво одговара Народној скупштини.<sup>4</sup> У прилог самосталности и специфичности правног положаја Комисије сведочи чињеница да је основана законом, те да једино може и бити укинута од стране тела које је основало, за разлику од раније Савезне комисије, која је била основана Уредбом и није имала статус независности јер је њене чланове постављала Влада (Слијепчевић, 1995: 525). Комисија је правно лице са седиштем у Београду, које у име Републике Србије надзире спровођење Закона о тржишту капитала, Закона о преузимању акционарских друштава<sup>5</sup>, Закона о инвестиционим фондовима<sup>6</sup> и Закона о спречавању прања новца и финансирања тероризма<sup>7</sup>. Састав Комисије, као централног органа званичног надзора, чине стручњаци за пословање хартијама од вредности. Сва овлашћења, која има Комисија, јесу јавна овлашћења јер их извршава као

1 *Сл. лист СРЈ*, бр. 90/94.

2 *Сл. гласник РС*, бр. 47/06.

3 *Сл. гласник РС*, бр. 31/2011.

4 Чл. 239 Закона о тржишту капитала.

5 *Сл. гласник РС*, бр. 46/2006 и 107/2009.

6 *Сл. гласник РС*, бр. 46/2006, 51/2009 и 31/2011.

7 *Сл. гласник РС*, бр. 20/2009, 72/2009, 91/2010 и 139/2014.

послове поверене од стране државе, а искључиви послови, који спадају у надлежност Комисије, јесу послови надзора и санкционисања учесника који су прекршили правила о трговини хартијама од вредности, те се може рећи да је специјализован орган. Рад Комисије је јаван, све информације којима Комисија располаже, а које су настале у раду или у вези са радом Комисије, могу бити саопштене тражиоцу информације, стављен на увид документ који садржи тражену информацију или може бити издата копија захтеваног документа (Комисија за хартије од вредности, 2015).

### **3. Институционална самосталност и правни положај Комисије за хартије од вредности**

Развој финансијског тржишта и реформа која је доношењем новог закона извршена на тржишту капитала захтевали су успостављање независности Комисије ради њеног несметаног функционисања. Своју унутрашњу организацију Комисија уређује самостално доношењем Статута и правилника о раду, као и тарифника на основу кога наплаћује накнаде за услуге које пружа учесницима трговине. Надзор који Комисија спроводи је управни надзор, који се одвија по правилима општег управног поступка. Поступак пред Комисијом покреће се по службеној дужности или по захтеву странке, а Комисија одлуке доноси колективним одлучивањем, на основу поднетих доказа и других расположивих чињеница. Одлуке су коначне и против њих није могуће уложити жалбу другостепеном органу. Међутим, незадовољна странка има могућност подношења тужбе Управном суду ради остварења права у управном спору.

Институционална независност указује на статус Комисије као организације одвојене од извршне и законодавне гране власти и омогућава Комисији да несметано врши контролу и регулише сектор који надгледа, да извршава своје надлежности и одупире се политичким притисцима. Кључне компоненте институционалне независности јесу персонална независност, односно прецизирано трајање мандата и услова за разрешење руководиоца, као и оперативна независност која се манифестује кроз могућност за отвореним и транспарентним доношењем одлука (Quintyn, Ramirez, Taylor, 2007: 8). Институционална независност указује да Комисија мора бити у стању да доноси одлуке које припадају сфери њене надлежности, без непотребног уплитања од стране министара, народних посланика и других владиних званичника (Abrams, Taylor, 2000: 6). Међутим, самосталност Комисије доведена је у питање законском одредбом у којој се наводи да све послове које обавља, извршава као поверене послове.<sup>8</sup> Тумачећи наведени

---

8 Чл. 262 Закона о тржишту капитала.

члан Закона о тржишту капитала, може се закључити да је независност Комисије само прокламација (Лабудовић Станковић, 2011: 128). Ова законска одредба приближава Комисију вршиоцима управе, који послове који су им додељени обављају такође као поверене. Од стране државе ради обављања стручних и са њима повезаних управних послова оснивају се посебне јавне агенције, те се у циљу истраживања институционалне независности Комисије јавља потреба за анализом сличности и разлика између јавних агенција у Републици Србији и Комисије као институције. Јавне агенције се оснивају уколико развојни, стручни и регулаторни послови не захтевају сталан и непосредан политички надзор и ако јавна агенција може боље и делотворније да их врши од органа државне управе.<sup>9</sup> Наиме, јавне агенције нису органи државне управе, већ су самосталне организације које обављају послове од општег интереса. Јавне агенције по својој природи не располажу ауторитативним овлашћењима која имају органи управе, те им се стога поверавају јавна овлашћења Законом о јавним агенцијама (Милков, 2013: 87). У свом раду и јавне агенције су самосталне и Влада не може усмеравати њихов рад, нити га усклађивати са радом органа државне управе (Бачанин, 2011: 180). Потврда њихове самосталности јесте статус правног лица, који стичу уписом у судски регистар (Бачанин, 2011: 180). У прилог институционалне независности Комисије је чињеница да њене чланове поставља Народна скупштина, као и да сагласност на статут Комисије даје Народна скупштина. Дакле, у појединим сегментима у правном положају Комисије има одступања која је приближавају недржавним субјектима, док, са друге стране, има одступања која је приближавају и органима државне управе. Ипак, Комисија је у обавези да извештаје о свом раду подноси Влади, чиме је створена константна напетост између чланова Комисије и представника Владе. Такође, Комисија, иако је основана са циљем да обезбеди поштовање одредаба закона којим се регулише трговина хартијама од вредности нема могућност да даје тумачења закона, већ у случају да постоје одређене недоумице и спорна питања може једино консултовати Министарство финансија (Јованић, Ковачевић, 2008: 12). Такође, институционална независност подразумева и независност од политичких деловања и наступања политичких партија и функционера који су тренутно на власти. Комисија је у том погледу самостална институција која обавља послове у име државе ради очувања финансијске стабилности и стабилности на тржишту хартија од вредности, као и ради заштите инвеститора и очувања начела правне сигурности. Све наведено указује на чињеницу да је Комисија основана са циљем спровођења надзора на финансијском тржишту, те да

---

<sup>9</sup> Чл. 2 Закона о јавним агенцијама, *Сл. гласник РС*, бр. 18/2005 и 81/2005.

су јој додељене и посебне надлежности и прокламована институционална независност. Међутим, иако је самостална организација која обавља послове од општег интереса, њена самосталност није потпуна. По свом статусу она се налази између јавних агенција, од којих има већи степен независности, и самосталних државних органа, јер њена независност није апсолутна, што њен правни положај чини још специфичнијим. Стога се у циљу потврђивања њене независности и утврђивања правног положаја у правном систему Републике Србије, њена институционална независност разлаже на три компоненте: персоналну, финансијску и оперативну независност. Сваки од ових сегмената независности са своје стране указује на степен самосталности Комисије и проблеме који се јављају.

Упоредноправно посматрано, регулаторна тела на финансијским тржиштима земаља у окружењу основана су као правна лица, ван управног апарата, у чији се рад не могу уплитати остали вршиоци власти и јавних функција. Поједине организације за надзор на финансијским тржиштима основане су посебним законима, којима је регулисан њихов правни положај. На финансијском тржишту Велике Британије постоји јединствено тело за надзор над трансакцијама у банкарском сектору, пословима осигурања и трансакцијама са хартијама од вредности, које самостално обавља све регулаторне и контролне послове, док је сложена тржишна структура финансијског сектора САД нужно наметнула потребу оснивања посебног регулаторног тела за надзор над трансакцијама са хартијама од вредности (Singh, 2007: 1–2).

### ***3.1. Персонална независност***

Посебан сегмент институционалне самосталности Комисије јесте персонална независност, која се односи на независност руководећих лица и којом се обезбеђује савесност, непристрасност и стручност у раду њених чланова. Персонална независност обезбеђује се прописивањем јасних критеријума за избор и разрешење чланова руководећих органа, прецизно разграниченом и установљеном надлежношћу ових лица. За чланове Комисије потребно је изабрати угледне појединце, особе од личног и професионалног интегритета, а не само делегирати представнике владајућих странака. Тај захтев је од кључног значаја за обезбеђивање ефективности у раду Комисије.

Комисија броји пет чланова, укључујући и председника, које на предлог надлежног радног тела за послове финансија бира и разрешава Народна скупштина РС.<sup>10</sup> Радом Комисије руководи председник, који обавља и

---

10 Чл. 245 Закона о тржишту капитала.

послове заступања и представљања на протоколарним догађајима. Председник и чланови Комисије су стално запослени, чиме је обезбеђен континуитет у пословању.<sup>11</sup> Мандатни период на који се бирају председник и чланови је пет година. Кратак мандатни период предвиђен је како би се обезбедила независност константном заменом чланова. Строгост овакве законске одредбе ублажена је могућношћу поновног именовања у чланство Комисије, чиме се потврђује да стручни квалитети кандидата ипак односе превагу. Током разматрања персоналне независности важно је обратити пажњу на број мандата председника и чланова, будући да законским одредбама није предвиђено у колико се поновних мандата лица могу бирати. Наиме, поновљени мандати ових лица могу указивати само на њихову послушност политичкој димензији, а не и на стварне успехе у раду, имајући у виду да их у Народној скупштини бирају представници политичких странака, који ће свакако бирати лица из сопствених редова. Веома важно је да персонална независност, призната законским текстом, постане и стварна независност, односно потребно је дословно спроводити одредбе закона ради очувања континуитета у раду и независности чланства. У супротном, честе промене руководства Комисије, честе ротације чланова и разрешење пре времена могу битно нарушити самосталност Комисије и утицати на непристрасност њених чланова. Честе промене руководилаца указују на мању стварну независност Комисије, с обзиром на то да је често промена повезана са политичким фактором, а не чињеницом да мање успешног члана замењује способнији (Николић, 2011: 532).

Самосталности Комисије битно доприносе и правна правила о спречавању сукоба интереса председника, чланова и запослених Комисије, који не могу имати власничко учешће или управљати правним лицима којима Комисија даје дозволе за обављање делатности, не могу представљати интересе тих лица пред Комисијом, државним органима или другим органима.<sup>12</sup> Такође, не могу обављати друге послове који би могли утицати на њихову самосталност, непристрасност и јавни углед.<sup>13</sup>

Председник, чланови и запослени Комисије уживају потпуну правну сигурност јер им радни или други уговорни однос са Комисијом по основу кога обављају своје дужности може престати једино у ситуацијама предвиђеним законским одредбама. Наиме, чланство у Комисији престаје на захтев члана (оставка), старосним пензионисањем и разрешењем само из законом предвиђених разлога (Јовановић, 2012: 130). У вршењу своје

---

11 Чл. 245 Закона о тржишту капитала.

12 Чл. 247 Закона о тржишту капитала.

13 Чл. 247 Закона о тржишту капитала.

дужности председник, чланови и запослени морају поступати стручно, савесно и непристрасно, а све поверљиве податке означене као пословна тајна дужни су да чувају све време обављања функције у Комисији, као и у одређеном периоду након престанка дужности.<sup>14</sup> У супротном, подлежу кривичној одговорности за извршено кривично дело одавања пословне тајне. Новина у односу на претходни закон, који је регулисао правни положај Комисије, јесте предвиђени квалификовани имунитет чланова. Наиме, члан Комисије, запослени или лице ангажовано од стране Комисије не може бити лично одговорно за било коју радњу или пропуст који се догоди у току вршења службене дужности, осим уколико се ради о злој намери или намерној злоупотреби положаја.<sup>15</sup> Поступање по одредбама законског текста и других правних аката који уређују пословање Комисије од стране чланова и запослених штити њихов правни положај у Комисији и додатно утиче на повећање нивоа персоналне независности. Са друге стране, њихова заштићена позиција престаје и подлежу одговорности уколико са намером злоупотребе положај који имају у Комисији и тиме причине материјалну штету. Међутим, оно што се може приметити као недостатак овакве законске одредбе јесте да је изостављена одговорност и у случају нехатног поступања, што може утицати на чланове Комисије да олако држе до обавеза које су им стављене у радну дужност.

Чланове Комисије за хартије од вриједности Републике Црне Горе по јасно утврђеним критеријумима бира Скупштина, али на предлог Владе Републике Црне Горе, чиме се закључује да има мањи степен персоналне независности од домаће Комисије.<sup>16</sup> Чланове и председника хрватске Агенције за надзор финансијских услуга именује и разрешава Хрватски сабор на предлог Владе, што умањује независност и овог тела у односу на домаћу Комисију.<sup>17</sup> Мандат на који се бирају је дужи и износи шест година са могућношћу поновног избора. Председника и чланове Комисије за вриједносне папире Федерације БиХ именује и разрешава председник Федерације БиХ уз сагласност потпредседника, а именовање и разрешење потврђује Парламент.<sup>18</sup> Комисија за хартије од вредности Републике Македоније броји пет чланова које на мандатни период од пет

---

14 Чл. 256 Закона о тржишту капитала.

15 Чл. 251 Закона о тржишту капитала.

16 Чл. 11 Закона о хартијама од вриједности Републике Црне Горе, *Сл. лист РЦГ*, бр. 59/00, 10/01, 43/05, 28/06, *Сл. лист РЦГ*, бр. 53/09.

17 Чл. 4 Закона о Хрватској агенцији за надзор финансијских услуга, *Н. новине РХ*, бр. 140/05, 154/11, 12/12.

18 Чл. 5 Закона о Комисији за вриједносне папире ФБиХ, *Сл. новине ФБиХ*, бр. 39/98, 36/99, 33/04.



година са могућношћу поновног именовања бира Скупштина на предлог Владе Републике Македоније.<sup>19</sup> На мандатни период од шест година са правом поновног избора чланове највиших органа Агенције за трговину вредносним папирима Републике Словеније именује Народна скупштина на предлог Владе.<sup>20</sup> Чланове руководећих органа британске Агенције за финансијске услуге бира Министарство финансија, али упркос томе, ово тело има изузетно велика овлашћења и самосталност у обављању својих послова. Комисија за хартије од вредности САД има пет чланова, које на мандатни период од пет година поставља председник САД уз већинско одобрење Сената.<sup>21</sup> На челу Комисије налази се председник, док од преосталих чланова Комисије највише три члана могу припадати истој политичкој странци. Такође, председник Комисије нема право да разреши са дужности ниједног од чланова, такозваних комесара. Оваквим правилима обезбеђена је независност чланства у поступању.

### **3.2. Финансијска независност**

Како би се могла ефикасно старати о остварењу постављених циљева и одупирати утицају политике, Комисија је дефинисана као финансијски самостална организација. Буџетска аутономија, у смислу постојања наменских извора финансирања и способности да издваја средства у складу са својим интерним приоритетима посебно је важна за остварење постављених циљева (Abrams et al. 2000: 6). Средства за рад Комисије обезбеђују се из накнада које се, у складу с правилником о тарифи, наплаћују за обављање послова из њене надлежности, као и из других извора наведених у финансијском плану, а у складу са законом.<sup>22</sup> Из прихода које оствари издвајају се средства за резерве Комисије, из којих се покрива настали вишак расхода над приходима, а уколико средства резерви нису довољна, губитак у пословању покрива се из буџета РС. Са друге стране, вишак годишњих прихода над расходима уплаћују се у буџет РС, чиме је угрожена слобода Комисије у слободном руковођењу оствареним средствима, као један од темељних постулата финансијске независности. За разлику од Комисије, која нема могућност избора у расподелу пословног вишка, јавна агенција вишак прихода над расходима може користити за

---

19 Чл. 183 Закона о хартијама од вредности, *Сл. весник Р. Македоније*, бр. 95/2005, бр. 25/2007, бр.7/2008.

20 Чл. 477 Закона о трговини финансијским инструментима, *Урадни лист Р. Словеније*, бр. 108/10.

21 Закон о берзама хартија од вредности САД из 1934, са изменама и допунама кроз П. Л.-112–158, одобрено 10. августа 2012, Наслов I, чл. 4 (а).

22 Чл. 259 Закона о тржишту капитала.

развој агенције, за награђивање запослених или га пренети у буџет РС.<sup>23</sup> Годишњи финансијски извештај Комисија подноси Народној скупштини РС, у року од четири месеца од завршетка пословне године.

Средства за рад Комисије за хартије од вриједности Црне Горе обезбеђују се из накнада које се плаћају за подношење захтева Комисији за хартије од вриједности, накнада које се плаћају за регистрацију и пренос хартија од вредности код лица овлашћених за регистрацију хартија од вредности и из других извора.<sup>24</sup> Вишак прихода над расходима користи се искључиво за испуњење законских обавеза везаних за вршење функције регулаторног и надзорног органа у области хартија од вредности, што указује на већу буџетску самосталност од домаће Комисије јер је једино ограничење коришћење средстава у складу са циљевима оснивања. Хрватска Агенција за надзор финансијских услуга финансира се из средстава државног буџета, накнада од имовине и прихода субјеката надзора и накнада за пружене услуге.<sup>25</sup> Уколико расходе није могуће покрити из сопствених средстава, покривају се из државног буџета, док се вишак прихода над расходима уплаћује у државни буџет. Финансијски план се, за разлику од домаће Комисије, доставља Министарству финансија. Комисија за вриједносне папире Федерације БиХ финансира се од прихода од накнада и такса остварених вршењем послова из сопствене надлежности, а сав вишак који се оствари над расходима за једну пословну годину преноси се у идућу годину, што указује на велику слободу у располагању средствима, ниже трошкове пословања и висок степен буџетске самосталности.<sup>26</sup> Средства за рад Комисије за хартије од вредности Републике Македоније обезбеђују се из накнада и такса које Комисија наплаћује за пружене услуге према тарифнику који пре ступања на снагу одобрава Влада. Вишак прихода над расходима који Комисија оствари у свом раду уплаћује се у посебан Фонд резерви Комисије и користи се за финансирање недостатка ресурса Комисије, као и премошћавање неслагања прихода и расхода у развоју и промоцији рада Комисије.<sup>27</sup> Агенција за трговину вредносним папирима Републике Словеније финансира се из накнада које убира у обављању сопствених послова. Уколико у току једне пословне године расходи премашују приходе, губитак се покрива из средстава резерви, а уколико средства резерви нису довољна за настали дефицит, остатак се покрива средствима из буџета Републике Словеније, али само уколико је

23 Чл. 52 Закона о јавним агенцијама.

24 Чл. 19 Закона о хартијама од вриједности Републике Црне Горе.

25 Чл. 20 Закона о хрватској агенцији за надзор финансијских услуга.

26 Чл. 19 Закона о Комисији за вриједносне папире ФБиХ.

27 Чл. 228 Закона о хартијама од вредности Р. Македоније.

то неопходно и уколико би Агенција за трговину вредносним папирима била озбиљно угрожена у обављању задатака.<sup>28</sup> Регулаторно тело на финансијском тржишту Велике Британије има велику самосталност у финансирању, а посебно су утврђени параметри на основу којих се издвајају примања за представнике највиших органа Агенције за финансијске услуге, чиме се постиже рационализација трошкова у пословању. Надзорни органи који уживају висок степен буџетске независности спремнији су да издрже политичко уплитање, буџетске притиске и да брже реагују на новонастале потребе у области надзора, као и да обезбеде довољно атрактивне плате како би запослили стручно особље (Quintyn et al. 2007: 10).

### **3.3. Оперативна независност**

Правна претпоставка оперативне независности не односи се само на прокламацију независности Комисије у Закону о тржишту капитала, већ и на отклањање свих нејасноћа и недоречености које би могле у појединим ситуацијама произвести одредбе законског текста. Прописи о оперативној независности Комисије у великој мери следе праксу у развијеним тржишним привредама, обезбеђујући капацитете за остварење надлежности и функција које су додељене Комисији, а кроз обезбеђење компетентних људских ресурса.

Јасни критеријуми за ефикасно спровођење свих додељених надлежности и функција Комисије обезбеђују њену оперативну независност. Овај сегмент независности омогућава Комисији да све одлуке које доноси самостално, те да их може спроводити без спољашњих притисака. Овлашћења Комисије стављена су јој у надлежност ради остварења основних циљева њеног оснивања, а који се односе на заштиту инвеститора, обезбеђење ефикасног и транспарентног тржишта и смањење могућности настанка системског ризика (Јованић, Ковачевић, 2008: 35). У складу са тим Комисија има бројне надлежности које се могу сврстати по различитим критеријумима. Комисија има регулаторна овлашћења која јој омогућавају доношење правних правила са нормативно обавезујућим карактером, као и прописивање неопходних услова за емисију хартија од вредности и добијање статуса овлашћеног учесника на финансијском тржишту (Слијепчевић, 1995: 528). Међутим, регулаторна функција Комисије и након извршених реформи ипак има одређених слабости, које се манифестују у одсуству легислативне иницијативе. Превентивно делујући Комисија даје одобрења за емисију хартија од вредности и дозволе за учешће у трговини хартијама од вредности и организовању трговине, чиме

---

28 Чл. 493 Закона о трговини финансијским инструментима Р. Словеније.

спречава потенцијалне злоупотребе и малверзације на тржишту, као и штету која може настати из извршених злоупотреба. Посебно значајна јесу процесна овлашћења посредством којих Комисија врши контролу и надзор над тржишним актерима, проверавајући законитост и правилност рада и спроводећи истрагу ради утврђивања чињеница значајних за одлучивање. Одредбама Закона о тржишту капитала поступак надзора детаљније је уређен него што је то било у Закону о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената из 2006. године. Наиме, Комисија спроводи надзор непосредно у просторијама субјекта надзора, континуирано на основу извештаја, које су субјекти надзора дужни да јој достављају, праћењем, прикупљањем и провером података, у сарадњи са другим органима и лицима, који јој могу помоћи у делотворнијем раду.<sup>29</sup> Поступак надзора почиње издавањем налога за надзор, док се завршава закључењем записника, који се саставља у току поступка надзора или након извршеног надзора и садржи детаљан опис утврђеног чињеничног стања. У оквиру ове групе надлежности могу се сврстати и репресивна овлашћења Комисије, као могућност изрицања санкција и мера учесницима трговине који су прекршили правила о трговању, односно уколико у поступку надзора буде утврђено постојање неправилности и незаконитости. Поред мера које је по одредбама и претходног закона могла изрицати, посебно значајан напредак јесте и могућност Комисије да изриче новчане казне.<sup>30</sup> Такође, новина у односу на претходни закон јесте и скраћени поступак надзора у коме Комисија има могућност изрицања мера ради уредног функционисања финансијског тржишта или заштите инвеститора, уколико је то неопходно, уколико се мере не могу одложити, а чињенице на којима се заснивају мере су претходно утврђене.<sup>31</sup> Комисија има и регистарске надлежности и оне означавају обавезу да води јавне регистре о обављеним емисијама и свим значајним збивањима у функционисању финансијског тржишта. Информативне надлежности налажу Комисији да објективно и ажурно прати стање и функционисање финансијског тржишта, о чему даље обавештава надлежне државне органе и јавност (Слијепчевић, 1995: 528). Такође, Комисија има и едукативна овлашћења кроз чије извршење пружа помоћ институцијама које се баве обучавањем и припремањем лица за правилно спровођење емисије и трговину хартијама од вредности. Важне надлежности јесу и саветодавни послови, који дају право сваком учеснику трговине да се писмено или усмено обрати Комисији ради консултовања о спорним питањима на

---

29 Чл. 264 Закона о тржишту капитала.

30 Чл. 275 Закона о тржишту капитала.

31 Чл. 274 Закона о тржишту капитала.

финансијском тржишту. У циљу превазилажења проблема који су настајали због законских недоречености или пак због колизије законских одредаба, Комисија заузима одређене ставове и даје мишљења која су прихватана како од стране учесника на финансијском тржишту, тако и од правосудних и других државних органа (Дабић, 1995: 110). Међутим, и поред детаљног регулисања надлежности Комисије и претпоставки за остварење њених функција, посебно важно питање које изазива низ дилема и у извесној мери угрожава самосталност Комисије јесте контрола управног рада Комисије. Наиме, иако је Комисија самостална и независна организација, ван класичног управног апарата, све послове који су јој законом додељени врши ипак као поверене послове. Стога се поставља питање ко ће вршити контролу над надзорном функцијом коју она остварује на финансијском тржишту. Са једне стране, предвиђена је једноступеност у одлучивању, те су све одлуке које Комисија донесе у поступку управног надзора коначне, што значи да нема контроле њеног рада од стране другоступеног органа. Са друге стране, предвиђено је да незадовољна странка има право тужбе у управном спору. Но, питање на које се очекује одговор јесте да ли је оперативна, а тиме и институционална независност, додатно угрожена кроз вршење надзора над пословањем Комисије од стране Владе, као што је то случај са јавним агенцијама, јер надзор над радом јавне агенције у погледу поверених послова државне управе врши министарство у чијем делокругу су послови јавне агенције (Милков, 2013: 88).

Хрватска Агенција за надзор финансијских услуга своје надлежности врши у циљу промоције и очувања стабилности финансијског система и надзора над законитошћу пословања субјеката надзора, по начелима транспарентности, поверења и извештавања јавности.<sup>32</sup> Ова агенција има могућност легислативне иницијативе, што је значајно већа оперативна независност у односу на домаћу Комисију. Македонска Комисија за хартије од вредности одговорна је за законито и ефикасно функционисање тржишта хартија од вредности и заштите инвеститора, како би се континуирано јачало поверење јавности у институције берзи.<sup>33</sup> Британска Агенција за финансијске услуге има овлашћења на доношење бројних прописа и упутстава, кроз која остварује своју регулаторну функцију и циљеве који су јој постављени, а који се односе на очување поверења у финансијско тржиште, финансијску стабилност, заштиту потрошача и спречавање финансијског криминала.<sup>34</sup> У спровођењу својих надлежности,

---

32 Чл. 13 Закона о Хрватској агенцији за надзор финансијских услуга.

33 Чл. 181 Закона о хартијама од вредности Р. Македоније.

34 *Financial Services and Markets Act 2000*, Ch.1, Part I, Section 3, 4, 5, 6 (<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents>, 20. Jun 2015).

које се на тржишту хартија од вредности односе на одобравање емисија, повезивање учесника трансакција, пружање информација, чланови Агенције за финансијске услуге имају обавезу да следе праксу доброг управљања.<sup>35</sup> Надлежности америчке Комисије за хартије од вредности усмерене су на старање о спровођењу закона којим се регулише тржиште хартија од вредности, доношење правила о трговини и квалитету хартија од вредности и широка процесна овлашћења, која се нарочито односе на спровођење истраге и откривање преварних радњи на финансијском тржишту САД.

#### 4. Закључак

Ради јачања правног положаја Комисије за хартије од вредности као самосталног органа у правном поретку Републике Србије, неопходно је реализовати све законски гарантоване аспекте њене независности. Потврђена институционална независност Комисије, која се манифестује кроз персоналну, финансијску и оперативну независност, довољан је правни основ за изградњу поузданог система финансијског тржишта. Стога, стално унапређење самосталности Комисије и утемељење њеног правног положаја као стабилне институције на финансијском тржишту која улива поверење тренутним и будућим инвеститорима доприноси стабилности читаве привреде, безбедном трансферу капитала између два супротстављена сектора, сектора са мањковима и сектора са вишковима и спречава нарушавање реда и равнотеже на тржишту.

Овлашћења додељена Комисији Републике Србије слабија су у односу на овлашћења америчког и британског регулаторног тела, али прате трендове земаља у развоју и не одступају у великој мери од начина на који је установљен правни положај регулаторних агенција на финансијским тржиштима земаља у непосредном окружењу, осим у делу који се односи на надлежности Комисије и чињеницу да она своје послове обавља као поверене. Персонална независност почива на јасно утврђеним критеријумима за избор и разрешење чланова, што ће спречити могућности за уплитање политичке димензије у рад Комисије. Међутим, ипак постоји могућност ометања независности чланства у раду Комисије јер Законом о тржишту капитала није ограничен број поновних мандата чланова. Такође, запажа се да у домену персоналне независности Комисије постоји највише правних празнина које би значајно могле ометати самосталност Комисије. У погледу финансијске самосталности проблем се јавља у чињеници да се сав вишак остварених средства над расходима на крају

---

35 *Financial Services and Markets Act 2000*, Ch.1, Part I, Section 7.

једне пословне године мора уплатити у државни буџет, чиме се спречава слободно располагање самостално оствареним средствима и унапређење функционисања Комисије. Главни проблем код оперативне независности огледа се у проблему контроле над надзорном функцијом Комисије, чиме се у извесној мери нарушава њена независност у односу на извршну власт.

Степен у коме је заиста реализована институционална независност Комисије указује на меру у којој је ово тело у стању да обезбеди слободно функционисање тржишта, поштену тржишну утакмицу и једнакост учесника на тржишту. Уколико ова институција нема пуну независност од извршне власти, не може имати ни потребан ауторитет за надзор над најделикатнијим власничким операцијама на тржишту.

### Литература

Abrams, R., Taylor, M. (2000). *Issues in the Unification of Financial Sector Supervision*, IMF Working Paper, WP/00/213

Бачанин, Н. (2011). *Управно право – књига I*, Крагујевац: Правни факултет Крагујевац, Институт за правне и друштвене науке

Дабић, С. (1995). Комисија за хартије од вредности, *Право и привреда*, бр. 3–6/1995.

Лабудовић Станковић, Ј. (2011). *Финансијска тржишта Европе: преглед и анализа*, Крагујевац: Правни факултет Крагујевац, Институт за правне и друштвене науке

Јованић, Т., Ковачевић, А. (2008). Развој финансијског тржишта Републике Србије, Београд: ПЛАЦ

Јовановић, Н. (2012). *Уџбеник из Берзанског права*, Београд: Правни факултет Београд, Центар за издаваштво и информисање

Милков, Д. (2013). *Управно право I*, Нови Сад: Правни факултет Нови Сад, Центар за издавачку делатност

Николић, Љ. (2011), Независност Европске централне банке и Народне банке Србије, *Правни живот*, бр. 11/2011

Singh, D. (2007). *Banking Regulation of UK and US Financial Markets*, Ashgate Publishing, Ltd. ([https://books.google.rs/books?id=bbEe7b6uEtUC&printsec=frontcover&hl=sr&source=gbs\\_ge\\_summary\\_r&cad=0#v=onepage&q&f=false](https://books.google.rs/books?id=bbEe7b6uEtUC&printsec=frontcover&hl=sr&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false))

Слијепчевић, Р. (1995). Правни статус Комисије за хартије од вредности, *Право и привреда*, бр. 3–6/1995

Quintyn, M., Ramirez, S., Taylor, M. (2007). *The Fear of Freedom: Politicians and the Independence and Accountability of Financial Sector Supervisors*, IMF Working Paper, WP/07/25.

Комисија за хартије од вредности РС (2015). *Информатор о раду Комисије за хартије од вредности Републике Србије*

Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената. *Службени гласник РС*, бр. 47/06

Закон о тржишту капитала. *Службени гласник РС*, бр. 31/2011

Закон о јавним агенцијама. *Службени гласник РС*, бр. 18/2005 и 81/2005.

Закон о хартијама од вредности Републике Црне Горе. *Службени лист РЦГ*, бр. 59/00, 10/01, 43/05, 28/06, *Службени. лист РЦГ*, бр. 53/09

Закон о Хрватској агенцији за надзор финансијских услуга. *Народне новине РН*, бр. 140/05, 154/11, 12/12

Закон о Комисији за вредносне папире ФБиН. *Службене новине ФБиН*, бр. 39/98, 36/99, 33/04

US Securities exchange Act of 1934.

UK Financial Services and Markets Act 2000.

[www.sec.gov.rs](http://www.sec.gov.rs)



**Jovana Brašić, LL.B.**

Teaching Assistant,

Faculty of Law, University of Kragujevac

## **LEGAL STATUS AND INDEPENDENCE OF THE COMMISSION OF SECURITIES IN THE REPUBLIC OF SERBIA**

### **Summary**

*The Commission for Securities is a regulatory authority in the capital market of the Republic of Serbia. It ensures safety and legality of financial transactions in the capital market, supervises the participants in financial transactions, and provides for a proper and consistent implementation of the legal provisions aimed at regulating trade in the financial markets. In the circumstances of global financial crisis, the legal status and competences of the Commission for Securities have been updated in order to keep up with the global trends in this area. In that context, the research in this paper is primary aimed at analyzing the current situation on the capital markets and the status of the Commission for Securities in Serbian legislation. The paper first focuses on analyzing the legal position, autonomy and independence of the Commission. In particular, the author discusses the importance of introducing control over the financial market participants by instituting a special regulatory body in the Serbian capital market. The author points out to the basic issues pertaining to the Commission status and analyzes each segment of its institutional independence, including its personnel, financial and operative independence. In addition, the author provides a comparative law overview of legal solutions related to specific issues in the field of independence of this regulatory authority, including the legislation envisaged in the neighbouring countries and common law countries.*

**Key words:** *Commission for Securities, legal status, insitutional independence, personnel independence, financial independence, operative independence.*

