



Republika e Kosovës
Republika Kosova - Republic of Kosovo
Qeveria - Vlada - Government

Br. 15/238
Datum: 18.12.2024

U prilog članu 92. stav 4. i članu 93. stav 4. Ustava Republike Kosovo, član 8. Zakona br. 08/L-117 za Vladu Republike Kosovo, u skladu sa članom 78 Uredbe br. 17/2024 o radu Vlade Republike Kosovo, Vlada Republike Kosovo, na sednici održanoj 18. decembra 2024. godine, donosi sledeću:

ODLUKU

- Usvaja se Koncept-dokument za izradu regulatornog okvira za finansijska tržišta.
- Ministarstvo finansija, rada i transfera i druge nadležne institucije dužne su da sprovede ovu odluku, u skladu sa Pravilnikom o radu Vlade.
- Odluka stupa na snagu danom objavljivanja u Službenom listu Republike Kosovo.

Albin KURTI

Premijer Republike Kosovo

Dostavlja se:

- Zamenicima premijera
- Svim ministarstvima (ministrima)
- Generalnom sekretaru KP-a
- Arhivi Vlade



Republika e Kosovës
Republika Kosova - Republic of Kosovo
Qeveria - Vlada – Government

*Ministria e Financave, Punës dhe Transfereve – Ministarsvo za Finansije, Rada i
Transfera – Ministry of Finance, Labour and Transfers*

KONCEPT DOKUMENT O RAZVOJU REGULATORNOG OKVIRA ZA TRŽIŠTE KAPITALA

LISTA SKRAĆENICA

AIF	Alternativni investicioni fond
MAIF	Menadžer alternativnog investicionog fonda
DMAIF	Direktiva 2011/61/EU o menadžerima alternativnih investicionih fondova
BKBS	Bazelski komitet za bankarsku superviziju
CBK	Centralna Banka Kosova
CIE	Centralna i Istočna Evropa
DKI	Direktiva 2013/36/EU o pristupu aktivnostima kreditnih institucija i prudencijalnom nadzoru kreditnih institucija.
UBZ	Uredba (EU) 575/2013 o bonitetnim zahtevima za kreditne institucije i investicione firme
CDHV	Centralni depozitar hartija od vrednosti
CSDR	Uredba (EU) br. 909/2014 o poboljšanju poravnanja hartija od vrednosti u Evropskoj uniji i o centralnim depozitarima hartija od vrednosti
CSMAD	Direktiva 2014/57/EU o krivičnim sankcijama za zloupotrebu tržišta
DnP	Dostava naspram plaćanja
EBRD	Evropska banka za obnovu i razvoj
ENO	Evropski nadzorni organ
EAHV	Evropska agencija za hartije od vrednosti i tržišta
EU	Evropska unija
DFO	Direktiva 2002/47/EC o aranžmanima finansijskog obezbeđenja
FODK	Fond za osiguranje depozita Kosova
GUO	Globalni glavni ugovor o otkupu
IAASB	Međunarodni odbor za standarde revizije i uverenja
IAIS	Međunarodno udruženje supervizora osiguranja
MUTK	Međunarodno udruženje tržišta kapitala
DIF	Direktiva (EU) 2019/2034 o bonitetnom nadzoru investicionih firmi
UIF	Uredba (EU) 2019/2033 o bonitetnim zahtevima investicionih firmi
MSFI	Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja
MOPS	Međunarodna organizacija penzijskih supervizora
IORP direktiva	Direktiva (EU) 2016/2341 o aktivnostima i nadzoru institucija za profesionalno penziono osiguranje (IORP)
IOSCO	Međunarodna organizacija komisija za hartije od vrednosti
MSR	Međunarodni standardi revizije
KARP	Kosovska Agencija za registraciju poslovanja
SKFI	Savet Kosova za finansijsko izveštavanje
KPŠF	Kosovski pensioni štedni fond
UZT	Uredba (EU) 596/2014 o zloupotrebi tržišta
MFI	Mikrofinansijska institucija
MFRT	Ministarstvo finansija, rada i transfera Kosova
DTFI II	Direktiva 2014/65/EU o tržištima finansijskih instrumenata
MIPT	Ministarstvo industrije, preduzetništva i trgovine.
OAo	Osiguranje od autoodgovornosti
NBFI	Nebankarska finansijska institucija
OTC	Regulisano tržište van berze
PFMI	CPMI-IOSCO "Principi za infrastrukturu finansijskog tržišta"

UP	Uredba (EU) 2017/1129 o prospektu koji se objavljuje kada se hartije od vrednosti ponude javnosti ili prihvate u trgovanje na regulisanom tržištu
JIE	Jugoistočna Evropa
DKP	Direktiva 98/26/EC o konačnosti poravnanja u sistemima plaćanja i poravnanja hartija od vrednosti
SKPF	Slovenačko-kosovski penzijski fond
MSP	Mala i srednja preduzeća
Solventnost II	Direktiva 2009/138/EC o preuzimanju i obavljanju poslova osiguranja i reosiguranja
SPH	Sistem poravnanja hartija od vrednosti
DT	Direktiva 2004/109/EC o usklađivanju zahteva transparentnosti u vezi sa informacijama o izdavaocima čije su hartije od vrednosti primljene u trgovanje na regulisanom tržištu
UCITS direktiva	Direktiva 2009/65/EC o preduzećima za kolektivno ulaganje u prenosive hartije od vrednosti

LISTA TABELA

Tabela 1: Postojeća politika i pravni okvi	Error! Bookmark not defined.
Tabela 2: Nedostaci postojeće regulative	Error! Bookmark not defined.
Tabela 3: Regulatorne praznine	Error! Bookmark not defined.
Tabela 4: Tržišni nedostaci	Error! Bookmark not defined.
Tabela 5: Identifikacija zainteresovanih strana	Error! Bookmark not defined.
Tabela 6: Ciljev	Error! Bookmark not defined.
Tabela 7: Budući uticaji preporučene opcije	Error! Bookmark not defined.
Tabela 8: Plan implementacije za opciju 3	Error! Bookmark not defined.
Tabela 9: Plan implementacije za opciju 2	Error! Bookmark not defined.
Tabela 10: Aktivnosti i odgovornosti regulatora tržišta kapitala po Opciji 3	68
Tabela 13: Pregled regulatornih modela koji postoje u zemljama članicama EU i zemljama JIE	Error! Bookmark not defined.4
Tabela 14: Vlasništvo i struktura kompenzacionih šema investitora.....	822
Tabela 15: Odnos između šeme kompenzacije investitora i šeme osiguranja depozita.....	833

Sadržaj

1. DEFINISANJE PROBLEMA	12
1.1. Opis postojeće politike i pravnog okvira.....	12
1.1.1. Zakon br. 03/L-209 o Centralnoj banci Republike Kosovo.....	14
1.1.2. Zakon br. 04/L-155 o platnom sistemu.....	15
1.1.3. Uredba o međubankarskom platnom sistemu.....	15
1.1.4. Zakon br. 04/L-093 o bankama, mikrofinansijskim institucijama i nebankarskim finansijskim institucijama.....	15
1.1.5. Zakon br. 08/L-099 o državnom dugu i državnim garancijama	16
1.1.6. Uredba MF-CBK br. 01/2014 o primarnom i sekundarnom tržištu državnih hartija od vrednosti Republike Kosova.....	16
1.1.7. Uredba o otkupu hartija od vrednosti kod Centralne banke Republike Kosovo	17
1.1.8. Zakon br. 06/L-032 o računovodstvu, finansijskom izveštavanju i reviziji	17
1.1.9. Zakon br. 06/L-016 o poslovnim društvima	18
1.1.10. Zakon br. 04/L-077 o obligacionim odnosima	19
1.1.11. Zakon br. 04/L-101 o penzijskim fondovima na Kosovu.....	19
1.1.12. Uredba o upravnicima penzionih sredstava.....	20
1.1.13. Uredba o licenciranju upravljanja imovinom penzijskih fondova.....	21
1.1.14. Uredba o ulaganju sredstava pokrića tehničko-matematičkih odredbi i ulaganju osnovnog kapitala za osiguravače.....	21
1.1.15. Zakon br. 03/L-216 o osnivanju sistema osiguranja depozita za finansijske institucije na Kosovu	22
1.2. Glavni problem.....	22
1.3. Uzroci problema.....	24
1.3.1. Pravni i regulatorni nedostaci.....	24
1.3.2. Tržišni nedostaci.....	30
1.4. Efekti problema	31
1.5. Identifikacija zainteresovanih strana	32
1.5.1. Vlada Republike Kosova.....	33
1.5.2. Centralna banka Kosova.....	35
1.5.3. Fond za osiguranje depozita Kosova	36
1.5.4. Banke.....	36
1.5.5. Penzioni fondovi.....	37
1.5.6. Osiguravajuća društva	39

1.5.7.	Korporacije.....	41
1.5.8.	Investicioni fondovi.....	44
2.	CILJEVI	48
2.1.	Cilj politike.....	48
2.2.	Strateški cilj.....	48
2.3.	Specifični ciljevi.....	50
2.3.1.	Pojava tržišta korporativnih obveznica.....	50
2.3.2.	Okvir tržišta kapitala	50
2.3.3.	Okvir investicionih fondova.....	54
2.4.	Regulatorna provera konkurentnosti	56
3.	OPCIJE.....	59
3.1.	1 Opcija : “Opcija Bez Promene”.....	59
3.2.	2 Opcija : Unapređenje Implementacije i Sprovođenja.....	60
3.3.	3 Opcija: Usvajanje Sveobuhvatnog Regulatornog Okvira o Tržištima Kapitala na Kosovu	61
4.	IDENTIFIKACIJA I PROCENA BUDUĆIH UTICAJA OPCIJA	63
4.1.	Ekonomski, Socijalni i Uticaji na Životnu Sredinu.....	63
4.2.	Plan impementacije	64
4.3.	Budžetski Uticaji	68
5.	KOMUNIKACIJA I KONSULTACIJE	72
6.	UPOREĐENJE OPCIJA	73
6.1.	Izbor Regulatorne Institucionalne Strukture.....	73
6.2.	Lokacija Centralnog Registra Hartija od Vrednosti.....	76
6.3.	Stvaranje Berze Hartija od Vrednosti	80
6.4.	Kreiranje Šeme Kompenzacije Investitora	82
6.5.	Struktura regulatornog okvira tržišta kapitala	84
6.6.	Struktura regulatornog okvira investicionih fondova.....	84
7.	ZAKLJUČAK I NAREDNI KORACI	86
7.1.	Fondacija za pravnu izradu.....	86
7.2.	Buduća evaluacija.....	86
	ANEKS 1: Pregled tekućih procedura.....	87
	ANEKS 2: Sažeti pregled procene uticaja na nivou EU	90
	ANEKS 3: Rezime evaluacija sprovedenih na nivou EU.....	95
	ANEKS 4: Tabele uticaja	100

1 Obrazac za procenu ekonomskog uticaja	100
2 Obrazac procene društvenih uticaja.....	103
3 Obrazac procene uticaja na životnu sredinu	106
4 Obrazac procene uticaja osnovnih prava	108
ANEKS5: Detaljna analiza zakonodavstva EU-a koje treba transponovati	110

UVOD

Opšte informacije	
Naziv	Koncept dokument o razvoju regulatornog okvira za tržišta kapitala
Odgovorno ministarstvo	Ministarstvo finansija, rada i transfera
Kontakt osoba	Art Jašari Pravna služba, MFRT
NDP	10.5.2 Izrada i odobravanje Koncept dokumenta za finansijska tržišta
Strateški prioritet	Nacionalni plan razvoja (NPR) – Stub održivog ekonomskog razvoja, Strateški cilj – Obezbeđivanje održive fiskalne discipline, Strateška mera 10.5.2., Akcija – Izrada i odobravanje Koncept dokumenta za finansijska tržišta

Odluka	
Glavno pitanje	Ovaj Koncept dokument iznosi ključna pitanja koja treba uzeti u obzir za uspostavljanje regulatornog okvira za tržišta kapitala na Kosovu.
Rezime konsultacija	Koncept dokument je podnet na preliminarne konsultacije 12. avgusta 2024. Proces konsultacija trajao je petnaest (15) radnih dana. Tokom tog perioda, Radna grupa je primila i obradila komentare sledećih institucija: Centralna banka Kosova, Kancelarija premijera i Trezor Kosova.
	Koncept dokument je zatim podnet na javne konsultacije 7. novembra 2024. putem elektronske pošte i objavljivanjem na online platformi za javne konsultacije. Proces javnih konsultacija trajao je petnaest (15) radnih dana i zaključen je 27. novembra 2024. Tokom tog perioda, Radna grupa je primila i obradila komentare sledećih zainteresovanih strana: <ul style="list-style-type: none"> • Genc Maloku – građanin • Berat Isa – građanin • Emanuel Bajra – građanin • Meti Jashanica – građanin • Fondacija za Civilno Društvo na Kosovu (KCSF) • Raiffeisen Bank of Kosovo • Evropska Banka za Obnovu i Razvoj •
Predložena opcija	Opcija 3: Usvajanje sveobuhvatnog regulatornog okvira za tržišta kapitala na Kosovu Ova opcija predlaže usvajanje sveobuhvatnog regulatornog okvira za tržišta kapitala na Kosovu. Ključna je za rešavanje identifikovanih regulatornih nedostataka i podsticanje razvoja tržišta. Ovaj pristup uključuje specifične ciljeve detaljno opisane u Odeljku 2.3, koji imaju za

	cilj rešavanje utvrđenih problema i pružanje mogućih rešenja za postojeća tržišna ograničenja, posebno nedostatak tržišnih podsticaja za uspostavljanje infrastrukture za trgovanje i post-trgovanje.
--	---

Očekivani glavni uticaji	
Budžetski uticaji	Sprovodi se unutar trenutnih budžetskih limita
Ekonomski uticaji	Povećanje rasta i konkurentnosti preduzeća kroz olakšan pristup dugoročnom finansiranju.
Društveni uticaji	Povećanje broja raspoloživih radnih mesta i nivoa plata kroz povećanje kapitalnih investicija i istraživanja i razvoja u okviru preduzeća.
Uticaji na životnu sredinu	Ne očekuju se relevantni uticaji u ovoj kategoriji.
Međusektorski uticaji	Ne očekuju se relevantni uticaji u ovoj kategoriji.
Administrativna opterećenja za preduzeća	Nije primenljivo..
MSP test	Da. Tokom izrade dokumenta sproveden je proces konsultacija sa zainteresovanim stranama, a mala i srednja preduzeća su pozdravila dokument

Sledeći koraci	
Uslovi kratkog nacrt	Izraditi i usvojiti nove zakone i izmene postojećih zakona.
Srednjoročno	Izraditi nacrt podzakonskih akata, izgraditi kapacitet regulatora tržišta kapitala i sprovesti neophodne nadogradnje postojećih IT sistema kao što su: Centralni registar hartija od vrednosti (CHV) i Sistem poravnanja hartija od vrednosti (SPH)

Izvršni sažetak

Ovaj koncept dokument navodi ključna razmatranja za uspostavljanje regulatornog okvira za tržišta kapitala na Kosovu. Koncept je sastavni deo Nacionalnog plana razvoja (NPR) – Stub održivog ekonomskog razvoja, Strateški cilj – Obezbeđivanje održive fiskalne discipline, Strateška mera 10.5.2. Radnja na izradi i usvajanju Koncept dokumenta tržišta kapitala. Svrha Koncept dokumenta je da predstavi Vladi Republike Kosovo odabrane opcije, podstičući diskusiju o prednostima i nedostacima uvođenja tržišta kapitala i povezanih instrumenata. Služeći kao informativna referenca, ovaj dokument ima za cilj da pokrene proces izrade pravnog i regulatornog okvira za tržišta kapitala na Kosovu.

Koncept dokument se bavi hitnim pitanjem Kosova ograničenog pristupa finansiranju za preduzeća u svim razvojnim fazama. Tržišta kapitala mogu igrati ključnu ulogu u podsticanju ekonomskog rasta i zapošljavanja, olakšavajući priliv sredstava privatnog sektora od institucionalnih i privatnih investitora u dugoročne, inovativne i rizične projekte koje tradicionalne banke možda neće lako finansirati. Štaviše, tržišta kapitala doprinose finansijskoj stabilnosti ublažavanjem negativnih efekata bankarskih kreditnih ciklusa. Delujući kao konkurentna alternativa komercijalnim bankama, podstiču banke da poboljšaju efikasnost, smanje troškove finansiranja i prošire kreditiranje u ključnim strateškim sektorima, uključujući preduzeća, mala i srednja preduzeća, infrastrukturu, stanovanje i klimatske promene.

Trenutno, Republici Kosovo nedostaje sveobuhvatan regulatorni okvir za svoja tržišta kapitala. Da bi se rešio ovaj jaz i ispunio cilj politike poboljšanja pristupa finansiranju tržišta kapitala za preduzeća, uvođenje novog zakonodavstva je imperativ da bi se popunile velike regulatorne praznine. Predloženi pristup je usvajanje regulatornog okvira usklađenog sa pravilima EU za tržišta kapitala, prilagođenog trenutnom nivou razvoja tržišta kapitala u Republici Kosovo. Ovaj strateški cilj je preveden u sledeće specifične ciljeve:

- 1) Izmeniti postojeće propise kako bi se omogućila pojava tržišta korporativnih obveznica.
- 2) Doneti zakon o tržištu kapitala kako bi se uspostavio neophodan okvir za razvoj tržišta, pružanje usluga i zaštitu investitora.
- 3) Sprovesti zakone o investicionim fondovima, omogućavajući formiranje investicionih fondova koji investiraju na javnim tržištima hartija od vrednosti i privatnim tržištima (privatni kapital, rizični kapital, itd.)

Rešavajući tržišne nedostatke koji utiču na snabdevanje tržišnom infrastrukturom, uslugama i instrumentima, Koncept dokument razmatra i preporučuje optimalna rešenja za ključna pitanja politike:

- 1) Regulatorna institucionalna struktura: Očuvanje postojećeg integrisanog modela sa Centralnom bankom Republike Kosova (CBK) koja nadgleda celokupna finansijska tržišta, uključujući tržišta kapitala, smatra se najpraktičnijim pristupom, posebno u početnim fazama.
- 2) Lokacija CDHV -a: Proširenje postojeće infrastrukture depozitara i poravnanja u CBK, koja trenutno opslužuje državne obveznice, da uključi korporativne obveznice je najizvodljivija kratkoročna do srednjoročna opcija.
- 3) Kreiranje berze hartija od vrednosti: Stvaranje formalne berze hartija od vrednosti (regulisano tržište) se ne preporučuje u ovoj fazi, s obzirom na trenutne tržišne uslove i iskustva na drugim mestima. Kao alternativa, može biti korisno istražiti opciju proširenja platforme za državne obveznice koje se trenutno koriste kako bi se uključile korporativne dužničke hartije od vrednosti.
- 4) Lokacija šeme kompenzacije investitora: Preporučuje se proširenje odgovornosti FODK tako da se uključi šema kompenzacije investitora sa odvojenim fondom sredstava,

odvojenih od trenutne šeme osiguranja depozita. Propisi EU nalažu šemu kompenzacije za investitore za propuste investicionih firmi.

Predloženi plan implementacije obuhvata dve godine sa ograničenim direktnim uticajem na budžet prema preferiranoj opciji.

1. DEFINISANJE PROBLEMA

1.1. Opis postojeće politike i pravnog okvira

Trenutno, Kosovu nedostaje sveobuhvatan regulatorni okvir za svoja tržišta kapitala. Ipak, postoje različiti delovi primarnog i sekundarnog zakonodavstva koji se mogu smatrati integralnim okvirom tržišta kapitala ili koji vrše uticaj na njih. Sledeća tabela daje pregled postojećeg zakonodavstva, a detaljni opisi ovih zakona dati su u narednom delu ovog odeljka.

(POPUNJAVA RADNA GRUPA)

Tabela 1: Postojeća politika i pravni okvir

Politički dokument, zakon ili podzakonski akt	Link na politiku ili planski dokument dostupan onlajn dok na pravne akte u Službenom listu	Državne institucije odgovorne za implementaciju	Uloga i zadaci institucija
Zakon br. 03/L-209 o Centralnoj banci Republike Kosovo			
Zakon br. 04/L-155 o platnom sistemu			
Uredba o međubankarskom platnom sistemu		CBK	
Zakon br. 04/L-093 o bankama, mikro finansijskim institucijama i nebankarskim finansijskim institucijama	https://gzk.rks-gov.net/ActDetail.aspx?ActID=2816		
Uredba o registraciji nebankarskih finansijskih institucija		CBK	
Uredba o regulatornom kapitalu i zaštiti		CBK	

sredstava klijenata nebankarskih finansijskih institucija			
Zakon br. 08/L-099 o državnom dugu i državnim garancijama	https://gzk.rks- gov.net/ActDetail.aspx?ActID=68498		
Uredba MF-CBK br. 01/2014 o primarnom i sekundarnom tržištu državnih hartija od vrednosti Republike Kosova		MFRT/CBK	
Uredba o otkupu hartija od vrednosti kod Centralne banke Republike Kosovo		CBK	
Zakon br. 06/L-032 o računovodstvu, finansijskom izveštavanju i reviziji			
Zakon br. 06/L-016 o poslovnim društvima			
Zakon br. 04/L-077 o obligacionim odnosima			
Zakon br. 04/L-101 o penzijskim fondovima na Kosovu			
Uredba o upravnicima penzionih sredstava		CBK	
Uredba o licenciranju upravljanja imovinom penzijskih fondova		CBK	
Uredba o ulaganju sredstava pokrića tehničko-matematičkih odredbi i ulaganju osnovnog kapitala za osiguravače		CBK	

Zakon br. 03/L-216 o osnivanju sistema osiguranja depozita za finansijske institucije na Kosovu		FODK	
---	--	------	--

1.1.1. Zakon br. 03/L-209 o Centralnoj banci Republike Kosovo

Iz perspektive razvoja tržišta kapitala, Zakon br. 03/L-209 ima značaj iz dva osnovna razloga: imenovanje regulatora tržišta kapitala i administracija Centralnog registra i SPH.

Tačka 1.2. stav 1 člana 8 i stav 1 člana 23 Zakona br. 03/L-209 daju CBK ovlašćenja i odgovornost za regulisanje, licenciranje i nadzor finansijskih institucija. Definicija finansijskih institucija, kako je dato u članu 1. Zakona, obuhvata subjekte kao što su banke, osiguravajuća društva, penzioni fondovi i druge organizacije koje se bave finansijskim aktivnostima u skladu sa odredbama važećih zakona. Pošto je i bankama i NBFi dozvoljeno da obavljaju investicione usluge i aktivnosti koje su obično povezane sa tržištima kapitala, razumno je tvrditi da CBK efektivno deluje kao regulator tržišta kapitala. Jednako značajno, ne postoje pravne prepreke koje sprečavaju CBK da bude imenovana kao regulator tržišta kapitala u bilo kom specijalizovanom zakonu koji se odnosi na tržišta kapitala koji bi mogao biti usvojen u budućnosti. Međutim, CBK će morati da bude određena kao takva u svakom posebnom zakonu koji se odnosi na tržišta kapitala. Regulatorna ovlašćenja CBK-a su dalje razgraničena u stavu 2 člana 23, člana 35 i člana 65 Zakona.

Tačka 1.3. stav 1 člana 8 i stav 1 člana 22 Zakona poveravaju CBK isključivu odgovornost za regulisanje, licenciranje, registraciju i nadgledanje platnih sistema i sistema poravnanja obveznica. Uloga CBK-a u domenu hartija od vrednosti je dalje proširena u tački 1.1. stav 1. člana 9. Zakona, koji precizira da je CBK ovlašćena da osniva i vodi račune o gotovini i hartijama od vrednosti za banke, drugim finansijskim institucijama i javnim subjektima. Još jedna kritična odredba koja se tiče centralnih registra nalazi se u stavu 2 člana 21 Zakona, koji CBK-u daje ovlašćenje da osniva, poseduje, učestvuje i upravlja platnim sistemom i sistemom poravnanja obveznica.

1.1.2. Zakon br. 04/L-155 o platnom sistemu

Članovi 1 i 6 Zakona br. 04/L-155 potvrđuju odredbe koje su već navedene u Zakonu br. 03/L-209 dodeljivanjem isključive nadležnosti CBK-u za regulisanje i nadzor platnih sistema i SPH na Kosovu. Zakon takođe ovlašćuje CBK da uspostavi, učestvuje i upravlja platnim sistemima, istovremeno omogućavajući CBK da funkcioniše kao agent za poravnanje, centralna druga ugovorna strana, klirinška kuća i Centralni registar. Posebno, stav 3. člana 16. eksplicitno izuzima sisteme plaćanja, kliringa i bezbednosnog poravnanja u vlasništvu ili kojima upravlja CBK iz procesa licenciranja.

Zakon br. 04/L-155 obuhvata kritične teme i uključuje suštinske odredbe za efektivnu primenu međunarodnih standarda u oblasti SPH. S obzirom na sveobuhvatnu prirodu ovih odredbi, ovaj koncept dokument ne ulazi u pojedinačne elemente Zakona.

1.1.3. Uredba o međubankarskom platnom sistemu

Uredba o međubankarskom platnom sistemu daje dodatne specifičnosti u vezi sa funkcionisanjem postojećeg sistema, koji trenutno nadgleda CBK, obuhvatajući i SPH.

1.1.4. Zakon br. 04/L-093 o bankama, mikrofinansijskim institucijama i nebankarskim finansijskim institucijama

Zakon br. 04/L-093 sadrži ključne odredbe relevantne za tržišta kapitala, koje se prvenstveno nalaze u članovima 44 i 94.

Član 44, pod nazivom „Dozvoljene finansijske aktivnosti“ dozvoljava bankama da se bave različitim aktivnostima tržišta kapitala. Ove aktivnosti obuhvataju trgovinu finansijskim instrumentima za sopstveni račun ili u ime klijenata, čuvanje i upravljanje hartijama od vrednosti, upravljanje portfoliom, savetovanje o investicijama, kao i preuzimanje i distribuciju hartija od vrednosti. Ovaj pristup je u skladu sa preovlađujućim univerzalnim bankarskim modelom u Evropi i odražava ovlašćene aktivnosti navedene u Aneksu I Direktive o kapitalnim zahtevima (DKZ).¹

¹ Imajte na umu da postoji bitna razlika između engleske i albanske verzije Zakona br. 04/L-093 u tački 1.8. stava 1 člana 44, pri čemu je engleska verzija ograničena na dužničke instrumente.

Član 94, pod nazivom „Dozvoljene aktivnosti registrovanih nebankarskih finansijskih institucija (NBFI)“, daje NBFI ovlašćenja da preduzmu nekoliko aktivnosti na tržištu kapitala. Ove aktivnosti uključuju preuzimanje hartija od vrednosti, trgovanje hartijama od vrednosti, poslovanje kao investiciona kompanija i rad kao savetnik za investicije. Ovim odredbama se uspostavljaju neophodni preduslovi za razvoj nebankarskih investicionih društava². Međutim, važno je napomenuti da industrija nije materijalizovana, a podzakonski akti koje je donela CBK, kao što je Uredba o registraciji nebankarskih finansijskih institucija i Uredba o regulatornom kapitalu i zaštiti sredstava korisnika nebankarskih finansijskih institucija, trenutno ne obuhvata aktivnosti vezane za tržište kapitala.

1.1.5. Zakon br. 08/L-099 o državnom dugu i državnim garancijama

Zakon br. 08/L-099 ima poseban značaj u kontekstu tržišta kapitala na Kosovu jer uspostavlja okvir za izdavanje državnih dužničkih hartija od vrednosti unutar zemlje. Član 22 Zakona određuje CBK kao fiskalnog agenta za MFRT. Ova uloga daje CBK ovlašćenje da sprovodi aukcije, vodi registar, evidentira transakcije i olakšava prenos vlasništva nad državnim hartijama od vrednosti. Štaviše, CBK je ovlašćena da olakša rad sekundarnog tržišta državnih hartija od vrednosti. Stoga ovaj zakon igra ključnu ulogu u oblikovanju pejzaža za državne dužničke hartije od vrednosti na Kosovu.

1.1.6. Uredba MF-CBK br. 01/2014 o primarnom i sekundarnom tržištu državnih hartija od vrednosti Republike Kosova

Uredba MF-CBK br. 01/2014 uspostavlja sveobuhvatan okvir za upravljanje aktivnostima i na primarnom i na sekundarnom tržištu državnih hartija od vrednosti. Ova pravila pokrivaju širok spektar transakcija, uključujući izdavanje hartija od vrednosti, ponovnu kupovinu hartija od vrednosti, ponovno otvaranje postojećih emisija, reverzne aukcije i razmenu hartija od vrednosti, između ostalog. Nadalje, Uredba uvodi sistem primarnih učesnika za državni dug, kako je

² „Investiciono društvo“ označava svako pravno lice čije je redovno zanimanje ili poslovanje pružanje jedne ili više investicionih usluga trećim licima i/ili obavljanje jedne ili više investicionih aktivnosti na profesionalnoj osnovi (videti član 4(1) DTFI-a II). Investicione usluge i aktivnosti obuhvataju: prijem i prenos naloga u vezi sa jednim ili više finansijskih instrumenata; izvršavanje naloga u ime klijenata; poslovanje za sopstveni račun; upravljanje portfoliom; investicioni saveti; preuzimanje finansijskih instrumenata i/ili plasman finansijskih instrumenata na osnovu čvrste obaveze; plasiranje finansijskih instrumenata bez čvrste obaveze; rad MTF-a; rad OTF-a (videti Aneks I, odeljak A DTFI II).

navedeno u članu 10. Takođe navodi osnovne propise za obavljanje trgovine na sekundarnom tržištu, kao što je navedeno u članu 9.

Na sekundarnom tržištu, transakcije se sprovode na regulisanom tržištu van berze (OTC), pri čemu primarni učesnici preuzimaju ulogu tehničkih agenata odgovornih za poravnanje transakcija unutar sistema knjigovodstva kojim upravlja CBK. Ova Uredba je instrumentalna u obezbeđivanju strukturiranog okvira za funkcionisanje i primarnog i sekundarnog tržišta državnih hartija od vrednosti, čime se doprinosi efikasnosti i transparentnosti ovih tržišta.

1.1.7. Uredba o otkupu hartija od vrednosti kod Centralne banke Republike Kosovo

Uredba opisuje specifične uslove i kriterijume kojih se banka mora pridržavati kada traži pomoć kroz izvršenje ugovora o otkupu sa Centralnom bankom Kosova (CBK). Važno je napomenuti da se ova Uredba razlikuje od komercijalnih repo transakcija između učesnika na tržištu. Drugim rečima, ne postoje ekvivalentni propisi koji regulišu repo ugovore koji se sprovode između privrednih subjekata na tržištu. Fokus ove uredbe je isključivo na procedurama i zahtevima koji se odnose na reotkupne ugovore koji uključuju CBK.

1.1.8. Zakon br. 06/L-032 o računovodstvu, finansijskom izveštavanju i reviziji

Zakon br. 06/L-032 postavlja okvir finansijskog izveštavanja na Kosovu. Zakon nalaže da sva poslovna društva, registrovana kao društva sa ograničenom odgovornošću ili akcionarska društva na Kosovu, u zavisnosti od njihove veličine, moraju da primenjuju ili MSFI ili MSFI za male i srednje subjekte, kako je prevedeno na albanski i odobreno od strane Savet Kosova za finansijsko izveštavanje (SKFI). Međutim, organizacije licencirane od CBK-a, kao što su banke i osiguravajuća društva, imaju obavezu da koriste pune MSFI za finansijsko izveštavanje.³

Članom 10. ovog zakona propisano je da su svi veliki i srednji subjekti dužni da svoje finansijske izveštaje revidiraju u skladu sa Međunarodnim standardima revizije (MSR), uključujući odgovarajuća tumačenja, uputstva i izjave koje je izdao Međunarodni odbor za standarde revizije i uverenja (OMRS), i odobren od strane SKFI-a.

³ Vidi <https://www.ifac.org/about-ifac/membership/profile/kosovo>

Vredi napomenuti da član 1. Zakona br. 06/L-032 navodi da usklađuje nacionalno zakonodavstvo sa relevantnim direktivama EU o zakonskim revizijama i godišnjim finansijskim izveštajima (Direktiva 2006/43/EC i Direktiva 2013/34/EU). Međutim, ovo usklađivanje ne obuhvata najnovije izmene i dopune vezane za nefinansijsko izveštavanje i izveštavanje o održivosti.

Pored toga, tačka 1.14., stav 1. člana 3. Zakona br. 06/L-032 propisuje da se subjekti, čije su hartije od vrednosti primljene u trgovanje na regulisanom tržištu u Republici Kosovo, kategorišu kao subjekti od javnog interesa, zajedno sa finansijskim institucijama i javnim i društvenim preduzećima. Ovaj zahtev je u skladu sa standardima EU i nameće više standarde upravljanja i transparentnosti. Subjekti od javnog interesa su takođe ovlašćeni da formiraju komisiju za reviziju i imaju internog revizora, u skladu sa stavovima 3 i 5 člana 7. Dodatni zahtevi koji se odnose na subjekte od javnog interesa nalaze se u članovima 10, 32 i 34.

1.1.9. Zakon br. 06/L-016 o poslovnim društvima

Prema Zakonu br. 06/L-016 na Kosovu, preduzeća imaju različite opcije registracije, uključujući pojedinačna preduzeća, opšta partnerstva, ograničena partnerstva, društva sa ograničenom odgovornošću i akcionarska društva. Stranim poslovnim organizacijama je dozvoljeno da obavljaju ekonomske aktivnosti na Kosovu preko filijale, pod uslovom da se registruju u Agenciji za registraciju preduzeća.

U pogledu izdavanja hartija od vrednosti od strane privrednih društava, stavom 1. člana 139. Zakona propisano je da akcionarsko društvo može stvarati ili emitovati hartije od vrednosti osim deonica. Ovo uključuje obveznice, konvertibilne hartije od vrednosti i opcije za sticanje deonica. Međutim, važno je napomenuti da iako zakon sadrži brojne odredbe koje se odnose na izdavanje deonica i zamenljivih obveznica od strane akcionarskih društava, u njemu nedostaju posebne odredbe koje se odnose na dužničke instrumente.

Član 134. Zakona reguliše prenos deonica između akcionara, a stav 5. precizira da se prenos smatra završenim kada se akcionarsko društvo obavesti o prenosu deonica i overi prenos. Međutim, podatke o deoničarima takođe održava Kosovska agencija za registraciju preduzeća (KARP), kao što je navedeno u tački 1.6, stav 1 člana 22. Stavom 2. člana 20. utvrđeno je da se registrovane informacije i dokumenti objavljeni u skladu sa članom 22. smatraju pravilnim za treća lica, osim kada su znala ili su morala znati da je registracija ili dokument nepravilan. Da bi se obezbedila

konzistentnost između liste deoničara koju vodi kompanija i one koju održava KBRA, stav 4 člana 41 nalaže da se sve promene u listi deoničara od strane akcionarskog društva takođe moraju odmah ažurirati sa KARP. Ova odredba je pojačana stavom 8 člana 17, koji obavezuje sva privredna društva da kontinuirano ažuriraju i održavaju tačne podatke u registru u skladu sa Zakonom. Ove opterećene odredbe o transferu nisu kompatibilne sa zahtevima za trgovanje na savremenim tržištima kapitala.

Zakon takođe sadrži odredbe koje imaju za cilj da olakšaju učešće deoničara. Član 184 dozvoljava deoničarima da učestvuju na skupštini akcionara putem elektronske komunikacije, telefona ili na putem drugih oblika komunikacije na daljinu. Takođe omogućava da se cela skupština deoničara održava na daljinu. Član 190. omogućava deoničarima da glasaju o svojim deonicama lično ili preko punomoćnika. Ove odredbe obezbeđuju fleksibilnost u načinu na koji se deoničari uključuju u procese korporativnog odlučivanja i usklađeni su sa standardima u ovoj oblasti.

1.1.10. Zakon br. 04/L-077 o obligacionim odnosima

Zakon br. 04/L-077 uspostavlja osnovna pravila koja se primenjuju na hartije od vrednosti na Kosovu. Stavom 2. člana 217. Zakona dozvoljeno je da se hartije od vrednosti evidentiraju na drugom mediju osim pisane evidencije, ako to nalaže poseban zakon. Članom 221. Zakona precizirano je da se posebnim zakonom mogu propisati uslovi i postupci za izdavanje serijskih hartija od vrednosti. U zavisnosti od vrste hartija od vrednosti u pitanju, članovi 224 do 226 navode da se prava navedena u hartiji od vrednosti mogu preneti putem sredstava kao što su predaja, cesija ili indosament.

Vredi napomenuti da u Zakonu nedostaju odredbe koje se direktno odnose na trgovanje hartijama od vrednosti na finansijskim tržištima. Međutim, isti pruža fleksibilnost dozvoljavajući da se ova pitanja rešavaju u posebnim zakonima, ostavljajući na taj način prostor za dalji pravni razvoj u vezi sa finansijskim tržištima i trgovinom hartijama od vrednosti.

1.1.11. Zakon br. 04/L-101 o penzijskim fondovima na Kosovu

Zakon br. 04/L-101 opisuje trostubni penzijski sistem na Kosovu, koji se sastoji od osnovnih penzija koje je obezbeđivalo ranije poznato Ministarstvo rada i socijalnog staranja u to vreme,

penzije individualne štednje koje obezbeđuje Kosovski trust za penzijske štednje (KTPŠ), i dobrovoljne fondove za dodatnu penziju koje obezbeđuju privatni pružaoci usluga.

Ovaj zakon ima ključnu ulogu u razvoju tržišta kapitala zbog uloge penzionih fondova kao investitora na ovim tržištima. Posebno, stav 5 člana 9 Zakona propisuje da se deo investicija KTPŠ-a može izvršiti unutar Kosova da bi se podržao njegov ekonomski razvoj. Štaviše, stav 7 člana 9 postavlja uslove za ulaganja na Kosovu, uključujući zahtev da korporativne hartije od vrednosti, kao što su obveznice i deonice, moraju biti registrovane kod regulatora tržišta kapitala, postavljene putem javne ponude i kotirane na licenciranoj berzi hartija od vrednosti na Kosovu ili drugu državu članicu OECD-a smatrati prihvatljivom klasom imovine. Ovo naglašava potrebu za transparentnošću i regulatornim nadzorom u investicijama na tržištu kapitala.

Pored toga, tačka (d) istog stava dozvoljava KTPŠ-u da investira u zajedničke i investicione fondove koji podležu regulatornom odobrenju na Kosovu, proširujući njihove mogućnosti ulaganja. Međutim, tačka (a) u stavu 13 člana 9 ponovo potvrđuje da se penziona sredstva ne mogu ulagati u instrumente hartija od vrednosti kojima se ne kotira ili se njima ne trguje javno, naglašavajući važnost likvidnosti i transparentnosti tržišta.

Zakon takođe navodi propise o upravljanju imovinom. Stav 2 člana 10 precizira da upravnici sredstava za Trust, ako su pravna lica na Kosovu, moraju imati licencu za upravljanje imovinom izdatu od CBK-a ili bilo kog drugog regulatora koji nadgleda tržišta kapitala na Kosovu. Pored toga, stav 8. člana 21. dozvoljava davaocima penzija dopunskih individualnih penzija da služe kao upravitelji sredstava za ove penzije ukoliko ispunjavaju navedene uslove. Međutim, vredi napomenuti da trenutno ne postoje licencirani menadžeri imovine na Kosovu.

1.1.12. Uredba o upravicima penzionih sredstava

Ova Uredba propisuje uslove za obavljanje poslova upravljanja imovinom od strane menadžera penzionih sredstava, osnovanih unutar i van Republike Kosova, kao i definiše dužnosti i odgovornosti menadžera sredstava, osnovne elemente Ugovora o upravljanju imovinom i osnovne zahteve za ulaganje penzionih sredstava preko Instrumenta za otvorene investicije. Ova Uredba se primenjuje na menadžere penzijskih sredstava Kosovskog trusta za penzijske štednje, dopunske penzije poslodavaca i dodatne individualne penzije. Uredba zahteva posebnu licencu menadžera imovine koju pruža CBK.

1.1.13. Uredba o licenciranju upravljanja imovinom penzijskih fondova

Ova uredba se odnosi na podnosiocima zahteva koji traže licencu za rad kao menadžeri sredstava u Republici Kosovo. Član 3 precizira da su licencirani menadžeri sredstava ograničeni na angažovanje samo u aktivnostima upravljanja penzionom imovinom i da ne mogu obavljati bilo koju drugu vrstu poslovanja. Ističe se da takva specifična kategorija menadžera sredstava ne postoji u okviru pravne tekovine EU, gde licencirane investicione firme i kreditne institucije mogu da obavljaju usluge upravljanja pojedinačnim portfoliom, dok licencirani menadžeri investicionih fondova upravljaju kolektivnom imovinom udruženom u investicione fondove. Menadžeri penzijskih fondova takođe mogu upravljati sopstvenim sredstvima prema IORP Direktivi.

Dodatna odredba vredna pažnje je zahtev da menadžeri sredstava imaju minimalni akcijski kapital od 4 miliona evra. Iako je svrha ovog zahteva da se obezbedi da menadžeri imovine imaju dovoljno kapitala za efikasan rad, zahtev je mnogo veći nego što se primenjuje na uporedive investicione firme i menadžere investicionih fondova u EU. Na primer, član 9 DIF -a propisuje početni kapital za usluge „upravljanja portfoliom“ iz DTFI II u iznosu od 75.000,00 evra ako investiciona firma ne drži novac ili hartije od vrednosti, ili 150.000,00 evra ako drži novac ili hartije od vrednosti klijenata. Slično tome, član 7 Direktive o preuzimanju obaveza za kolektivno ulaganje u prenosive hartije od vrednosti (UCITS) propisuje početni kapital od 125.000,00 evra za društva za upravljanje fondovima. Razlog za relativno niske kapitalne zahteve je taj što je imovina klijenata pravno odvojena od imovine investicionog društva ili menadžera investicionog fonda i stoga ne zavisi direktno od njegove finansijske stabilnosti.

1.1.14. Uredba o ulaganju sredstava pokriva tehničko-matematičkih odredbi i ulaganju osnovnog kapitala za osiguravače

Prudencijalne odredbe u članu 5 Uredbe zahtevaju da se ulaganja u hartijama od vrednosti, osim obveznica izdatih od strane Vlade Republike Kosovo, trguje na regulisanom tržištu i da imaju kreditni rejting ne niži od BBB. Pošto ove odredbe efektivno sprečavaju osiguravajuća društva da investiraju u domaće instrumente, ukoliko se ne uspostavi berza hartija od vrednosti i izdavalac dobije kreditni rejting, to je u suprotnosti sa ciljevima razvoja tržišta kapitala. CBK će možda želeći da proceni mogućnost ispunjenja svojih ciljeva finansijske stabilnosti putem regulatornih instrumenata koji su manje restriktivni.

1.1.15. Zakon br. 03/L-216 o osnivanju sistema osiguranja depozita za finansijske institucije na Kosovu

Pravne tekovine Evropske Unije koje se odnose na tržišta kapitala zahtevaju uspostavljanje šeme kompenzacije za investitore. Moguća lokacija za šemu može biti FODK⁴. Ako se ovo rešenje usvoji, biće potrebno izmeniti Zakon br. 03/L-216, koji trenutno reguliše osiguranje depozita i osnivanje, upravljanje i ovlašćenja FODK-a.

1.2. Glavni problem

Koncept dokument se bavi kritičnim pitanjem na Kosovu, a to je ograničen pristup dugoročnom finansiranju preko tržišta kapitala za preduzeća. Finansijskim sistemom na Kosovu prvenstveno dominira bankarski sektor, pri čemu banke drže najveći deo aktive sa 68,4% ukupne aktive finansijskog sistema.⁵ Na drugom mestu su penzioni fondovi sa 24,5% aktive, dok osiguravajuća društva predstavljaju 2,7% aktive.⁶ Kao rezultat toga, ponuda dugoročnih opcija finansiranja za preduzeća je ograničena, što ih ometa da iskoriste prilike za rast i čine ih oslonjenim na bankarske kredite za svoje finansijske potrebe.

Istraživanja naglašavaju pozitivan uticaj tržišta kapitala na ekonomski rast. Napominje da tržišta kapitala omogućavaju da se sredstva privatnog sektora ulivaju u dugoročne, inovativne i rizičnije projekte, koje banke možda neće lako finansirati. Pored toga, sekundarna tržišta kapitala pružaju likvidnost i vitalne informacije o izdavaocima, investicijama i rizicima. Istraživanje takođe naglašava ulogu tržišta kapitala u jačanju finansijske stabilnosti. Tržišta kapitala mogu pomoći u ublažavanju negativnih efekata bankarskih kreditnih ciklusa i omogućiti alternativne opcije finansiranja izdavaocima. Pristup vlasničkom kapitalu i dugoročnom dugom finansiranju može učiniti izdavaoce otpornijim na finansijske probleme, posebno na rizike kamatnih stopa.⁷

⁴ Za dalju diskusiju o ovoj temi, pogledajte odeljak 6.4.

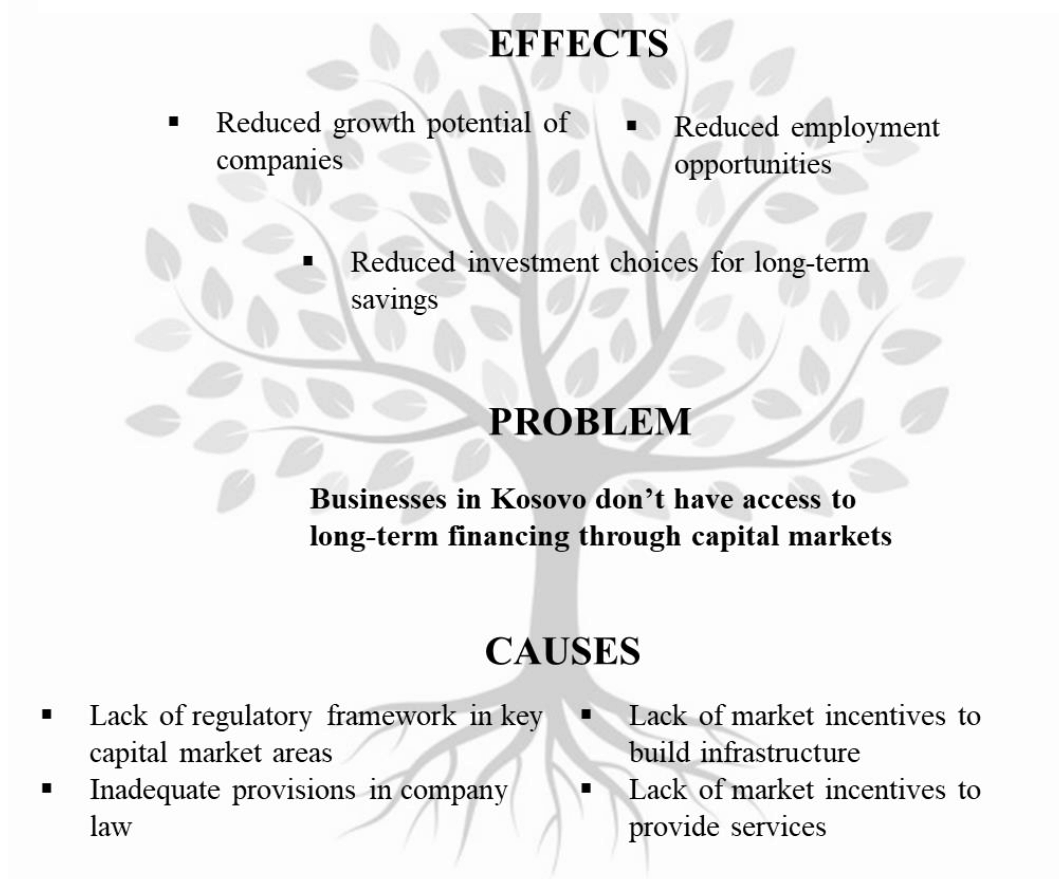
⁵ Videti CBK, „Godišnji izveštaj 2022

⁶ Vidi CBK, „Godišnji izveštaj 2022”

⁷ Vidi Svetska banka, „Razvoj tržišta kapitala – uzroci, posledice i redosled – pregled literature“, 2019.

Razvoj tržišta kapitala nije izolovan cilj, već mora uzeti u obzir širu ekonomsku i društvenu realnost. U literaturi se ističe da su za razvoj tržišta kapitala neophodni određeni preduslovi, koji obuhvataju povoljno makroekonomsko okruženje, dobro razvijen finansijski sektor i snažan pravni i institucionalni okvir. Makroekonomsko okruženje je od posebnog značaja, sa nivoom BDP-a, kako ukupnog tako i po glavi stanovnika, koji igra vitalnu ulogu u ponudi i potražnji sredstava na tržištima kapitala. Veće ekonomije imaju tendenciju da imaju više firmi, veće firme i veće fondove kapitala koji se može investirati. Veličina i struktura institucionalne baze investitora posebno ima pozitivan uticaj na razvoj tržišta kapitala. Diverzifikacija baze investitora posebno ima pozitivan uticaj na razvoj tržišta kapitala.⁸

Slika 1: Stablo problema



⁸ Za više detalja o preduslovima za razvoj tržišta kapitala pogledajte Svetska banka, „Razvoj tržišta kapitala – uzroci, posledice i redosled – pregled literature“, 2019. i IFC, „Stvaranje domaćih tržišta kapitala u zemljama u razvoju: Perspektive učesnika na tržištu“, Beleška 77, januar 2020.

Izvor: Autor koncept dokumenta.

1.3. Uzroci problema

Kao što je već rečeno, postoji niz preduslova koje je potrebno ispuniti da bi se tržišta kapitala razvila. Preostali deo ovog odeljka fokusira se na identifikovane pravne i regulatorne nedostatke s jedne strane, i tržišne nedostatke s druge strane. Nijedan društveni problem nije identifikovan kao prepreka razvoju tržišta kapitala.

1.3.1. Pravni i regulatorni nedostaci

Kao što je ranije naglašeno, Kosovu nedostaje sveobuhvatan regulatorni okvir za svoje tržište kapitala. Da bi se rešio ovaj jaz i promovisao razvoj tržišta kapitala, neophodno je uvesti novo zakonodavstvo koje može da popuni velike regulatorne praznine. Ovo novo zakonodavstvo treba da ima za cilj stvaranje podsticajnog okruženja za inicijative tržišta kapitala, kako na strani ponude tako i na strani potražnje na tržištu.

Pored uvođenja novog zakonodavstva, postoji i prilika da se unapredi postojeći okvir kako bi se stvorilo okruženje koje pruža podršku. Ovo je posebno relevantno u vezi sa pravilima koja regulišu izdavanje, registraciju i prenos korporativnih hartija od vrednosti. Nedostaci postojeće regulative su navedeni u tabeli 2 ispod.

Regulisanje finansijskih instrumenata u EU, kako ga definiše DTFI II, igra značajnu ulogu u oblikovanju obima primene regulative tržišta kapitala.⁹ Ovaj okvir uključuje različite kategorije finansijskih instrumenata, kao što su akcije, obveznice, instrumenti tržišta novca i derivati. Međutim, specifične definicije pojedinačnih i osnovnih klasa finansijskih instrumenata, kao što su akcije, obveznice, trezorski zapisi ili komercijalni zapisi, obično se nalaze u nacionalnom zakonodavstvu. Ovo bi trebalo da bude slučaj i na Kosovu.

Dalje, kada su u pitanju dužničke hartije od vrednosti, korisno je uvesti osnovna pravila koja se odnose na proces donošenja odluka za vlasnike obveznica, kao što su zastupanje vlasnika

⁹ Videti član 4(44) i odeljak C Aneksa I Direktive 2014/65/EU – DTFI II.

obveznica i skupština vlasnika obveznica. Ove odredbe su ključne za obezbeđivanje pravne sigurnosti, posebno u slučajevima neispunjenja obaveza emitenta.

Konačno, važno je imati odredbe koje omogućavaju dematerijalizaciju ili imobilizaciju hartija od vrednosti, vođenje računa hartija od vrednosti od strane posrednika i uključivanje hartija od vrednosti u centralne registre, uz njihov prenos preko SPO. Ovo takođe treba da obuhvati posebne slučajeve kao što su ugovori o pozajmljivanju hartija od vrednosti i reotkupu.

Da bi se stvorio koherentniji regulatorni okvir, preporučljivo je koordinisati i uskladiti odredbe Zakona br. 04/L-077 i Zakona br. 06/L-016 sa savremenim zakonima kako bi se ispunili zahtevi tržišta kapitala u razvoju. Ovo usklađivanje će obezbediti da pravni okvir na adekvatan način podržava i promoviše rast tržišta kapitala na Kosovu.

Tabela 2: Nedostaci postojeće regulative

Vrsta pravnog i regulatornog nedostatka	Objašnjenje
Pravila su nepotpuna	Članovi 44 i 94 Zakona br. 04/L-093 propisuju dozvoljene aktivnosti za banke i NBFi u oblasti tržišta kapitala. Međutim, nedostatak pratećih podzakonskih akata ometa razvoj ovih aktivnosti.
Pravila su nepotpuna	<p>Zakon br. 06/L-016 pominje mogućnost da akcionarska društva izdaju obveznice. Međutim, nedostatak šireg skupa pravila vezanih za dužničke instrumente onemogućava izdavanje u praksi. Teme koje trebaju biti obuhvaćene zakonodavstvom uključuju najmanje:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Da li poslovnim organizacijama treba dozvoliti da izdaju kratkoročne dužničke instrumente, kao što su komercijalni zapisi? - Šta je obveznica? Koje su njene glavne karakteristike i kako se obveznica može uporediti sa instrumentom tržišta novca kao što je komercijalni zapis? - Mogu li organizacije koje nisu deoničarska društva da izdaju obveznice ili druge dužničke instrumente (npr. društva sa ograničenom odgovornošću)? - Kako vlasnici obveznica donose odluke u vezi sa uslovima emisije? - Ko zastupa vlasnike obveznica u odnosu na izdavaoca i druga lica (npr. u slučaju stečaja)?

Pravila nisu prilagođena zahtevima tržišta i međunarodnim standardima	Odredbе Zakona br. 06/L-016 koje se odnose na registraciju i prenos deonica između deoničara nisu kompatibilne sa međunarodnim standardima koji se odnose na tržišta kapitala. S druge strane, ne postoje nikakva pravila kada su u pitanju korporativni dužnički instrumenti. Na Kosovu je stvoren režim po meri u cilju razvoja državnih obveznica. Sličan pravni režim se mora ponoviti i za druge vrste finansijskih instrumenata kojima se trguje na finansijskim tržištima, prvenstveno uključujući osnivanje u Centralnom registru valuta i SPO.
Pravila izazivaju nepotrebna opterećenja	Od menadžera sredstava penzijskih fondova se traži da dobiju posebnu licencu za „menadžera sredstava“ od CBK-a ili angažuju eksternog „menadžera sredstava“. Ovaj režim je kreiran uporedo sa finansijskim aktivnostima koje već postoje za banke i NBFi u Zakonu br. 04/L-093 i nameće kapitalne zahteve od 4 miliona evra. Lokalni menadžeri penzijskih fondova su naglasili da je minimalni nivo kapitala nesrazmeran imovini kojom se stvarno upravlja. Kao rezultat toga, jedini menadžer penzionog fonda koji je prethodno imao licencu za upravljanje imovinom, odlučio je da preda svoju licencu i odlučio da aktivnosti upravljanja imovinom prepusti stranom menadžeru sredstava.
Pravila su nepotpuna	Pošto Direktiva 2002/47/EC o aranžmanima finansijskog kolaterala (AFK) nije transponovana u lokalni regulatorni okvir, repo transakcije koje se obavljaju između lokalnih ugovornih strana nisu usklađene sa međunarodnim standardima u ovoj oblasti (npr. ne postoji pravilo netiranje po prestanku obveza). Iz istog razloga, lokalne finansijske ugovorne strane ne mogu da uđu u repo aranžmane sa međunarodnim finansijskim ugovornim stranama na osnovu Globalnog (Glavni repo sporazum) GRS. Pozitivno pravno mišljenje Međunarodnog udruženja tržišta kapitala (MUTK) je preduslov za ulazak u repo aranžmane na međunarodnim tržištima.

Tabela 3 sadrži ključne zakonske akte EU nivoa 1 koje treba uzeti u obzir prilikom razvoja tržišta kapitala na Kosovu.¹⁰ Prevođenje ovih zakonskih akata u lokalni regulatorni okvir može poslužiti

¹⁰ Postoje mnogi drugi delovi zakonodavstva EU koji se odnose na tržišta kapitala koji se mogu zanemariti u ovoj veoma ranoj fazi razvoja tržišta kapitala. Za buduću referencu ovo uključuje: Uredba (EU) 2017/2402 (Uredba o sekjuritizaciji); Direktiva (EU) 2019/2162 (Direktiva o pokrivenim obveznicama); Uredba (EU) 236/2012 (Uredba o prodaji na kratko); Uredba (EU) 648/2012 (EMIR); Uredba (EU) 2015/2365 (SFTR); Uredba (EU) 345/2013

za nekoliko važnih ciljeva. Prvo, usvajanje ovih zakonskih akata EU će pomoći da se premoste postojeće regulatorne praznine u okviru kosovskog tržišta kapitala. Ove praznine trenutno ometaju razvoj tržišnih inicijativa. Obezbeđivanjem pravila za izdavanje i trgovinu hartijama od vrednosti i omogućavanjem rasta pružalaca usluga, kao što su investicione firme i investicioni fondovi, ovo usklađivanje propisa može podržati ekspanziju tržišta kapitala. Drugo, inkorporacija pravila EU osigurava da je okvir tržišta kapitala Kosova usklađen sa najvišim međunarodnim standardima. Ovo usklađivanje je ključno za promovisanje transparentnosti, zaštite investitora i integriteta tržišta. Takođe uliva poverenje kako domaćim tako i međunarodnim investitorima, jer su uvereni da domaće tržište funkcioniše u skladu sa međunarodno priznatim propisima. Usvajanje pravila EU ne samo da uvodi međunarodne standarde na lokalno tržište, već i otvara lokalno tržište međunarodnim investitorima. Ovaj pristup dobro regulisanom i usklađenom tržištu može privući strane investitore i kapital, što može doprineti rastu i razvoju tržišta kapitala na Kosovu. Učesnici na tržištu su istakli da prema važećim regulatornim odredbama koje se odnose na BPPN-BPFT, strane banke nisu mogle lako da otvore gotovinske račune ili račune hartija od vrednosti kod banaka na Kosovu, što je ozbiljno ometalo pristup stranim finansijskim institucijama lokalnim tržištima. Iako je van okvira ovog koncept dokumenta, ovo pitanje zaslužuje da se dalje istraži jer je međunarodno učešće ključno za dovođenje likvidnosti na lokalno tržište.

Tabela 3: Regulatorne praznine

Naziv zakonodavnog akta	Kratak opis	Sadašnje stanje na Kosovu
Direktiva 2014/65/EU (DTFI II)	Uslovi za pristup delatnosti investicionog društva i uređenom tržištu i obavljanju investicionih usluga i aktivnosti.	Nepostojeći, sa izuzetkom spiska delatnosti iz čl. 44 i 94 Zakona 04/L-093. Čl. 94 treba staviti van snage prilikom donošenja Zakona o tržištu kapitala.
Uredba (EU) 596/2014 (UZT) i Direktiva 2014/57/EU (DKPSZT)	Zabrana zloupotrebe tržišta (manipulacija tržištem, insajderska trgovina, otkrivanje insajderskih informacija) i propisivanje krivičnih sankcija.	Ne postoji, sa izuzetkom tržišta državnih obveznica (čl. 15 Uredbe MF-CBK br. 01/2014)

(EUVECA); Uredba (EU) 346/2013 (EUSEF); Uredba (EU) 2015/760 (ELTIF); Direktiva (EU) 2016/2341 (IORP); Uredba (EU) 2019/1238 (PEPP); Direktiva (EU) 2022/2464 (CSRD); Direktiva 2007/36/EC (SRD II); Uredba (EU) 2019/2088 (SFDR); Uredba (EU) 1286/2014 (PRIIP).

Uredba (EU) 2017/1129 (Uredba o prospektu)	Pravila o prospektu koja se objavljuju kada se hartije od vrednosti nude javnosti ili stavljaju u promet na regulisanom tržištu. Uključuje izuzeće od obaveza.	Nepostojeći. Treba napomenuti: iako nisu regulisane zakonodavstvom EU, odredbe bi trebalo da sadrže minimalne informacije koje treba obezbediti kada su ponude izuzete od obaveze prospekta.
Direktiva 97/9/EC (šeme kompenzacije za investitore)	Uvođenje šeme kompenzacije investitora u slučaju propasti investicione firme.	Nepostojeći. Važno je dogovoriti se o institucionalnoj lokaciji šeme.
Direktiva (EU) 2019/2034 (DIF) i Uredba (EU) 2019/2033 (UIF)	Kapitalni zahtevi za investicione firme.	Nepostojeći. Regulatorna EU je izuzetno složena (zasnovana na riziku) i savetuje se da se koristi jednostavniji pristup umesto DIF i UIF.
Uredba (EU) 909/2014 (UCDHFV)	Uredba o centralnim registrima i poravnanju hartija od vrednosti.	Delimično. Zakon o plaćanju sadrži neke odredbe koje se odnose na ovu temu, ali su potrebne izmene za potpuno usklađivanje.
Direktiva 98/26/EC (DFK)	Pravila o konačnosti poravnanja izvršenog preko platnih sistema i sistema za poravnanje hartija od vrednosti.	Na mestu (Zakon o plaćanju). Trebalo bi da se izvrši pregled kako bi se proverila potpuna usklađenost.
Direktiva 2002/47/EC (FCD)	Pravila o korišćenju finansijskog kolaterala u repo transakcijama, poslovima sa derivatima itd.	Delimično. Transakcije između banaka i CBK-a su regulisane Uredbom o otkupu hartija od vrednosti kod CBK-a. Međutim, FCD nije preveden u lokalni pravni okvir, što je rezultiralo nedostatkom pozitivnog mišljenja MUTK i nemogućnošću ulaska u GRS aranžmane sa partnerima na međunarodnim finansijskim tržištima.
Direktiva 2009/65/EK (UCITS)	Uslovi za osnivanje društava za upravljanje fondovima i investicionih fondova za	Nepostojeći. Važno za podršku razvoju lokalnih institucionalnih investitora na Kosovu.

	ulaganje u prenosive hartije od vrednosti.	
Direktiva 2011/61/EU (AIFMD)	Uslovi za osnivanje društava za upravljanje alternativnim investicionim fondovima.	Nepostojeći. Važno je razviti lokalne fondove privatnog kapitala, fondove rizičnog kapitala i fondove koji investiraju u druge alternativne klase sredstava. AIFMD ne postavlja pravila za fondove – ona su nacionalna diskrecija.
Direktiva 2004/109/EK (Direktiva o transparentnosti)	Zahtevi transparentnosti koji se odnose na izdavaoce čije su hartije od vrednosti uključene u trgovanje na regulisanom tržištu.	Nepostojeći.
Direktiva 2004/25/EK o ponudama za preuzimanje	Regulatorni okvir koji se odnosi na obavezne i dobrovoljne ponude za preuzimanje. To je važno sredstvo za zaštitu manjinskih akcionara.	Nepostojeći. Ne primenjuje se kada ne postoji berza, ali se mora primeniti ako je berza stvorena na Kosovu.

Većina propisa iz Tabele 3 trenutno su u toku zakonodavne procedure u EU. Međutim, predloženi amandmani se uglavnom odnose na teme koje nisu relevantne za uspostavljanje tržišta kapitala na Kosovu. Više detalja o tekućim procedurama, procenama uticaja i evaluacijama sprovedenim na nivou EU može se naći u Aneksima 1, 2 i 3.

Važno je napomenuti da prema stavu 7 člana 32 Zakona br. 03/L-209, Centralna Banka će biti konsultovana od strane Vlade o bilo kojem nacrtu zakona u vezi stvari koje su povezane sa ciljevima Centralne Banke. Pored toga, stav 3 člana 73 Zakona br. 03/L-209 zahteva prethodnu konsultaciju sa CBK pre bilo kakve izmene i dopune.

1.3.2. Tržišni nedostaci

Tabela 4: Tržišni nedostaci

Vrsta tržišnog nedostatka	Objašnjenje
Nedostatak tržišnih podsticaja – infrastruktura	Razvoj modernih tržišta kapitala zahteva postojanje specifične tržišne infrastrukture, koja se ne može prirodno pojaviti bez podrške javnosti. Dok se uspostavljena tržišta kapitala u razvijenim zemljama često oslanjaju na profitne kompanije da obezbede ovu infrastrukturu, novostvorena tržišta mogu se suočiti sa izazovima u privlačenju privatnih investicija zbog nedostatka neposrednih finansijskih podsticaja. Vredi napomenuti da su međunarodni standardi nametnuti tržišnoj infrastrukturi, posebno nakon globalne finansijske krize 2008. godine, povećali troškove vezane za uspostavljanje i održavanje takve infrastrukture. Ključne komponente ove neophodne infrastrukture uključuju CSD, SSS i mesta trgovanja.
Nedostatak tržišnih podsticaja – emitenata	Visoki troškovi ulaska i održavanja povezani sa tržištem kapitala često stvaraju prepreke koje ga čine dostupnijim većim kompanijama. Prepoznajući ovaj izazov, mnoge jurisdikcije su implementirale modele posebno dizajnirane da podstaknu učešće srednjih i malih preduzeća na tržištu kapitala. Kosovo, dok razvija svoj okvir tržišta kapitala, možda želi da istraži i usvoji slične modele za promovisanje šireg učešća na tržištu, kao što je stvaranje posebnih segmenata na berzama prilagođenih ovim kompanijama, pružanje podsticaja za listing, pojednostavljivanje regulatornih zahteva i pružanje finansijskog obrazovanja i programe podrške. Ove mere mogu pomoći u negovanju inkluzivnijeg i živahnijeg tržišta kapitala koje koristi preduzećima svih veličina i doprinosi ukupnom ekonomskom razvoju zemlje.
Nedostatak tržišnih podsticaja – učesnika	Troškovi povezani sa održavanjem visokih standarda upravljanja, operativnih i profesionalnih standarda u pružanju investicionih usluga i aktivnosti zaista mogu biti značajni. Ovi troškovi mogu delovati kao odvratajući faktor za finansijske institucije kada je u pitanju razvoj novih poslovnih inicijativa, kao što su proizvodi dodatnih penzija, investicioni fondovi, brokerske kompanije i druge finansijske usluge. Podsticaji, partnerstva i podržavajući regulatorni okviri mogu učiniti izvodljivijim za ove institucije da prošire svoje usluge, doprinesu ekonomskom rastu i ponude širi spektar finansijskih proizvoda klijentima.

1.4. Efekti problema

Veliko oslanjanje na bankarsko finansiranje na Kosovu ima značajne implikacije na potencijal rasta kompanija i finansijski pejzaž u zemlji. Evo nekoliko ključnih tačaka koje treba uzeti u obzir:

- Uticaj na rast kompanije: Istraživanje¹¹ je pokazalo da su finansijski sistemi zasnovani na tržištu povezani sa većim ulaganjem u nematerijalna ulaganja, istraživanje i razvoj i tehnološke inovacije. Nasuprot tome, sistemi zasnovani na bankama mogu biti više fokusirani na kratkoročno kreditiranje i možda neće pružiti isti nivo podrške za ove dugoročne pokretače rasta. Kao posledica toga, kompanije koje se prvenstveno oslanjaju na finansiranje banaka mogu se suočiti sa ograničenjima u finansiranju inovacija i ekspanzije, što može ometati njihove dugoročne izgleda za rast.
- Ranjivost na kamatne stope i kreditne krize: Zavisnost od bankarskog finansiranja povećava osetljivost kompanija na fluktuacije kamatnih stopa i epizode kreditne krize. Promene kamatnih stopa mogu uticati na troškove pozajmljivanja, dok kreditne krize mogu ograničiti pristup osnovnim sredstvima. Postojanje tržišta kapitala može povećati otpornost kompanija tokom kriza. Investitori na tržištima kapitala često imaju tolerantniji stav prema riziku i duže investicione horizonte, što može obezbediti kompanijama stabilniji izvor finansiranja tokom izazovnih ekonomskih vremena.
- Efekti na zapošljavanje: ograničenja rasta preduzeća i inovacija zbog velikog oslanjanja na bankarsko finansiranje mogu imati negativne efekte na zapošljavanje u privatnom sektoru. Kompanije se mogu boriti da otvore nova radna mesta i pokrenu ekonomski rast.
- Ograničene opcije za investitore: Na stranu investitora, nedostatak raznovrsnih investicionih proizvoda na tržištu smanjuje mogućnosti koje su dostupne klijentima banaka, posebno u sektoru stanovništva. Ovaj nedostatak raznolikosti može dovesti do velike zavisnosti od kratkoročnih depozita za štednju. Raznovrsne investicione opcije, kao što su akcije i obveznice koje se nude na tržištu kapitala, mogu investitorima pružiti mogućnosti za potencijalno veći prinos, veću raznolikost i bolje usklađivanje sa njihovim finansijskim ciljevima.

¹¹ Svetska banka, „Razvoj tržišta kapitala – uzroci, posledice i sekvenciranje – pregled literature“, 2019.

U svetlu ovih razmatranja, razvoj tržišta kapitala na Kosovu može ponuditi brojne prednosti, uključujući povećan pristup dugoročnom finansiranju za kompanije, veću otpornost na ekonomske izazove i širi spektar investicionih opcija za pojedince i institucionalne investitore. Tržišta kapitala mogu igrati ključnu ulogu u pokretanju ekonomskog rasta, podržavanju inovacija i smanjenju ranjivosti povezanih sa velikim oslanjanjem na finansiranje banaka.

1.5. Identifikacija zainteresovanih strana

Tabela 5: Identifikacija zainteresovanih strana

Naziv zainteresovane strane	Uzrok(ci) sa kojima je zainteresovana strana povezana	Efekat(ti) sa kojima je zainteresovana strana povezana	Način na koji je zainteresovana strana povezana sa ovim uzrocima ili posledicama
Vlada Republike Kosova	Pravni i regulatorni nedostaci	Smanjen potencijal rasta za kompanije	Nedostatak sveobuhvatnog pravnog i regulatornog okvira u oblasti tržišta kapitala
Centralna banka Kosova	Pravni i regulatorni nedostaci Nedostatak tržišnih podsticaja za učesnike i ponuda tržišne infrastrukture (CSD)	Smanjen potencijal rasta za kompanije	Nedostatak podzakonskih akata u oblastima koje su već pokrivene primarnim zakonodavstvom Centralni registar nudi usluge isključivo za državne obveznice
Fond za osiguranje depozita Kosova	Pravni i regulatorni nedostaci	Smanjen potencijal rasta kompanija i uski izbor ulaganja za klijente	FODK može da upravlja šemom kompenzacije investitora
Banke	Nedostatak učešća na tržištima	Smanjen potencijal rasta kompanija i uski izbor ulaganja za klijente	Nedostatak ponude na strani infrastrukture i proizvoda
Penzioni fondovi	Nedostatak učešća na tržištima	Smanjeni investicioni izbori za klijente zbog nedostatka učešća u dopunskim šemama	Nizak potencijal za akumulaciju sredstava u šemama dodatnih penzija obeshrabruje finansijske institucije da ponude takve šeme
Osiguravajuća društva	Nedostatak učešća na tržištima	Smanjen potencijal rasta za kompanije	Zbog restriktivnih podzakonskih akata koji se odnose na

			investicije, nije im dozvoljeno da učestvuju na lokalnom tržištu sa izuzetkom državnih obveznica i depozita
Korporacije	Pravni i regulatorni nedostaci	Smanjen potencijal rasta kompanija	Zbog nedostatka regulatornog okvira, kompanije ne mogu da ponude tržišno zasnovane proizvode, posebno korporativne obveznice i javne ponude akcija

1.5.1. Vlada Republike Kosova

Tržišta državnih obveznica služe kao temeljni stub tržišta duga, obično se prvo razvijaju i postižu najviši nivoi likvidnosti, nudeći trostruki doprinos lokalnim tržištima kapitala u nastajanju: (i) delovanje kao primarni izvor hartija od vrednosti za lokalne institucionalne investitore u nastajanju; (ii) služenje kao katalizator za pokretanje tržišta korporativnog duga; i (iii) formiranje kamena temeljca za konstruisanje krive prinosa, obezbeđujući referentnu tačku za izdavanje i vrednovanje drugih finansijskih instrumenata.

Likvidnost tržišta državnih obveznica na sekundarnom tržištu je od najveće važnosti, pošto smanjena likvidnost može ometati pristup primarnom tržištu i povećati troškove zaduživanja. Empirijske procene sugerišu da održavanje visoko likvidnog tržišta državnih obveznica može postati izazov kada ukupan državni dug padne ispod raspona od 100 do 200 milijardi dolara.¹² Ipak, različite jurisdikcije su efektivno koristile strategije za povećanje likvidnosti, čak i suočene sa ograničenjima koja nameću veličina privrede i obim javnog duga.¹³ Razvoj dopunskih tržišta, kao što su repo ili pozajmljivanje hartija od vrednosti, takođe može igrati ključnu ulogu u ovom nastojanju.¹⁴

¹² Videti McCauley, R. i Remolona, E., "Size and liquidity of government bond markets", BIS Quarterly Review, November 2000.

¹³ Odličan pregled dostupnih alata za poboljšanje tržišta državnih obveznica može se naći u godišnjim publikacijama OECD-a „OECD Sovereign Borrowing Outlook” (e.g., 2018, 2019, 2020)..

¹⁴ Repo tržišta u velikoj meri zavise od postojanja adekvatnog i efikasnog pravnog okvira i sprovođenja glavnih ugovora kao što je GMRA.

Pored rešavanja budžetskih deficita, još jedan ključni preduslov za uspostavljanje tržišta državnih obveznica je prisustvo investitora. Iako domaće banke tradicionalno preuzimaju ključnu ulogu u ranim fazama razvoja, oprezne službe za upravljanje dugom proaktivno diverzifikuju svoju bazu investitora kako bi ublažile rizike povezane sa preteranim oslanjanjem.

Na kraju 2022. godine, državni dug Republike Kosovo iznosio je 1,7 milijardi evra, uključujući 1,1 milijardu evra unutrašnjeg duga i 641 milion evra spoljnog duga. Od početka tržišta državnih dužničkih hartija od vrednosti 2012. godine, MFRT marljivo radi na negovanju održivog tržišta koje karakteriše raznovrsna baza investitora i operativna transparentnost¹⁵. Dug opšte vlade, kao procenat BDP-a, iznosio je 19,91% na kraju 2022. godine, što je znatno niža cifra u poređenju sa prosekom EU od 83,8% i drugim zemljama u regionu (npr. Albanija 67,58%, Bosna i Hercegovina 29,56%, Bugarska 33,45%, Hrvatska 67,54%, Crna Gora 71,23%, Severna Makedonija 51,8%, Rumunija 47,19%, Slovenija 69,92%).¹⁶

U ovom trenutku, spoljni dug nije emitovan u obliku obveznica, ali je Vlada navela međunarodno tržište za izdavanje hartija od vrednosti kao glavni cilj, pri čemu se pokretanje procesa državnog kreditnog rejtinga smatra preduslovom za međunarodno izdavanje. Srednjoročna strategija takođe obuhvata napore da se ojača repo tržište i proširi distribucija dužničkih hartija od vrednosti na male investitore.¹⁷

Dug lokalne samouprave se alocira putem aukcija na osnovu javno objavljenog programa emisije duga, pri čemu ovlašćene banke, kao primarni dileri, učestvuju na aukcijama kako za svoj račun tako i za račun svojih klijenata. Pored primarnih dilera, i institucionalni investitori klasifikovani kao „primarni učesnici“ takođe imaju pravo da učestvuju u aukcijama. Informacije koje se odnose na ishod aukcije i status duga su lako dostupne. Trenutno devet komercijalnih banaka ima status primarnih dilera, dok KTPŠ zadržava status primarnog učesnika.¹⁸ CBK administrira CSD, SSS i sprovodi aukcije. Tokom 2022. godine sprovedeno je ukupno 12 aukcija državnih obveznica sa rokom dospeća od dve do deset godina. Podaci o učešću na aukcijama pokazuju da 48,19%

¹⁵ Videti “Program državnog duga Kosova 2024-2026”, dostupan na <https://mf.rks-gov.net/page.aspx?id=2,49>, dostupno od 28. septembra 2023.

¹⁶ Vidi https://www.imf.org/external/datamapper/GG_DEBT_GDP@GDD/SWE, dostupno od 16. oktobra 2023

¹⁷ Videti “Program državnog duga Kosova 2024-2026”, str. 6.

¹⁸ Videti “Program državnog duga Kosova 2024-2026”, str. 11.

predstavljaju komercijalne banke, 46,73% se pripisuje penzionim fondovima, 3,07% pripada osiguravačima, a 2,01% je kategorisano kao „ostali“.¹⁹

Sekundarno tržište državnih obveznica prvenstveno funkcioniše kao vanberzansko tržište, gde se učesnici međusobno dogovaraju o transakcijama, a primarni dileri su odgovorni za unos detalja transakcije u sistem knjigovodstvene evidencije kojim upravlja CBK da bi pokrenuli proces poravnanja. Ovaj proces se razlikuje od dominantne metode u kojoj učesnici na tržištu direktno ulaze u transakcije poravnanja sami ili preko skrbnika povezanog sa sistemom poravnanja. Učesnici na tržištu su takođe istakli nedostatak obaveza transparentnosti nakon trgovanja na tržištu državnih obveznica. Neprozirnost trenutnih tržišnih cena rezultira smanjenim podsticajima za trgovanje i poteškoćama u vezi sa vrednovanjem portfolija. Ističe se da pravne tekovine EU zahtevaju visok nivo transparentnosti pre i posle trgovine na tržištima hartija od vrednosti.

Tokom 2022. godine, ukupan obim repo transakcija sa državnim dugom dostigao je 242 miliona evra, što predstavlja povećanje od 19,5% u odnosu na 2021. godinu. Transakcije kupovine i prodaje državnih dužničkih hartija od vrednosti u 2022. godini iznosile su 94,8 miliona evra, što predstavlja pad od 21,6% u poređenju sa ukupnim iznosom od 120,7 miliona evra iz prethodne godine. Učesnici na sekundarnom tržištu državnih dužničkih hartija od vrednosti su penzioni fondovi, komercijalne banke, individualni investitori i CBK. Pozajmljivanje CBK-a komercijalnim bankama unutar dana, uz kolateral u obliku državnih dužničkih hartija od vrednosti, dostiglo je 557,1 miliona evra u 2022.²⁰

Pored svoje uloge u unapređenju tržišta državnih obveznica, vlada igra centralnu ulogu u oblikovanju pravnog i regulatornog okvira koji podstiče razvoj tržišta kapitala.

1.5.2. Centralna banka Kosova

CBK preuzima ključnu ulogu u pokretanju razvoja tržišta kapitala na Kosovu jer služi kao regulator finansijskih tržišta, koji je odgovoran za uspostavljanje podzakonskih akata. Štaviše, CBK je u dobroj poziciji da igra ključnu ulogu u snabdevanju tržišta osnovne infrastrukture za trgovanje i posle trgovanja.

¹⁹ Vidi CBK, “Godišnji izveštaj 2022”, 88- 89.

²⁰ Ibid, Ref. 34

1.5.3. Fond za osiguranje depozita Kosova

Ako se opcija usvoji, FODK može postati administrator novouspostavljene kosovske šeme za obeštećenje investitora.²¹

1.5.4. Banke

U univerzalnim bankarskim modelima, banke tradicionalno igraju ključnu ulogu u početnim fazama razvoja lokalnog tržišta kapitala. Deluju kao finansijski agenti, nudeći garancije ili izdavanje garancija, služe kao primarni dileri državnih dugova, podstiču likvidnost na sekundarnom tržištu pružanjem informacija o cenama, olakšavaju ulazak stranih investitora na tržište i često su istaknuti izdavaoci dužničkih hartija od vrednosti. Međutim, vredi napomenuti da su strogi kapitalni, organizacioni i transparentni zahtevi nametnuti bankama nakon globalne finansijske krize 2008. značajno umanjili njihov apetit za zadržavanjem korporativnih hartija od vrednosti u svojim bilansima.²² Banke takođe imaju tendenciju da budu dominantne u distribuciji finansijskih proizvoda, posebno investicionih fondova, fizičkim licima. Regulatori, promovisanjem više-kanalne distribucije i politike otvorene arhitekture, mogu stimulisati veće učešće u distribuciji finansijskih proizvoda, podstičući zdravu konkurenciju.

Kosovski finansijski sistem je pretežno orijentisan na banke. Na kraju 2022. godine banke su držale aktivu u iznosu od 6,76 milijardi evra, što čini 68,4% ukupne aktive finansijskog sektora. Dok je odnos bankarske aktive Kosova u BDP-u od 51,8% znatno niži nego u većini razvijenih evropskih zemalja, on je u skladu sa drugim zemljama jugoistočne Evrope, u rasponu od 40,8% u Rumuniji do 77,79% u Hrvatskoj.²³

Struktura bilansa stanja, koju u velikoj meri karakterišu depoziti (82,1%) i krediti (64,3%), ukazuje na ograničen angažman banaka na tržištima kapitala i kao investitora i kao emitenata hartija od vrednosti. Međutim, isti takođe naglašava potencijal banaka da značajno povećaju svoje učešće i preusmere sredstva stanovništva sa depozita u investicione proizvode koji generišu naknade,

²¹ Za više detalja, pogledajte odeljak 6.4.

²² Videti Svetski ekonomski forum, „Ubrzavanje razvoja tržišta kapitala u nastajanju – tržišta korporativnih obveznica“, 2015; IFC, „Stvaranje domaćih tržišta kapitala u zemljama u razvoju: Perspektive učesnika na tržištu“, Beleška 77, januar 2020; BIS, „Uspostavljanje održivih tržišta kapitala“, Dokumenti CGFS br. 62, januar 2019.

²³ Vidi <https://databank.worldbank.org/source/global-financial-development/Series/GFDD.DI.02#>, dostupno od 27. septembra 2023

uključujući investicione fondove, penzione fondove, polise životnog osiguranja i druge proizvode tržišta kapitala.

Na kraju 2022. godine, Kosovo je imalo 12 aktivnih komercijalnih banaka, sa stranim vlasništvom koje je činilo 84,7% njihove imovine. Prvih pet banaka, od kojih svaka ima tržišni udeo veći od 10%, kolektivno je kontrolisalo 80% tržišta. Naime, dve najveće banke pripadaju grupama koje su uspostavile prisustvo u JIE i poseduju internu ekspertizu potrebnu za pokretanje lokalnih operacija na tržištima kapitala. Uprkos odsustvu regulatornih prepreka za nuđenje domaćih i stranih investicionih proizvoda stanovnicima Kosova, banke tek treba da pokažu entuzijazam u ovoj oblasti. Vredi istaći da, zbog nepostojanja kapitalnih ograničenja, stanovnici Kosova već mogu da pristupe širokom spektru globalnih investicionih proizvoda putem kanala digitalne distribucije. Uvođenje pravila iz pravnih tekovina EU u oblasti distribucije proizvoda će takođe imati koristi za tržište i poboljšati zaštitu investitora pružanjem jasnih pravila koja će se primenjivati u distribuciji domaćih i stranih investicionih proizvoda lokalnim kupcima, kako domaćim tako i stranim dobavljačima proizvoda.

Kao što je već opisano u odeljku 1.5.1., kosovske banke takođe igraju važnu ulogu na primarnom i sekundarnom tržištu državnih hartija od vrednosti.

1.5.5. Penzioni fondovi

Planovi penzionih fondova su značajni institucionalni investitori na globalnom nivou, poznati po svojim proširenim horizontima ulaganja i predvidljivim odlivom sredstava, omogućavajući im da strateški investiraju i nude stabilnost tržištima, posebno u izazovnim vremenima. Istraživanja sugerišu da finansiranje penzijskih sistema može promovisati razvoj tržišta kapitala. Na veličinu imovine koju drže planovi penzionih fondova utiču faktori kao što su obavezni zahtevi za učešće i obim podrške iz sistema tekućeg finansiranja. Dok su neke zemlje uvele obavezne doprinose (npr. Australija, Čile, Švajcarska, Bugarska, Hrvatska), druge se oslanjaju na dobrovoljne penzijske planove (npr. Sjedinjene Države i Ujedinjeno Kraljevstvo) ili koriste dodatne šeme i podsticaje za podsticanje učešća radnika. Međutim, na manjim tržištima kapitala, značajan obim sredstava

penzionih fondova mogao bi, tokom vremena, potencijalno smanjiti likvidnost, kao što se vidi u slučaju Hrvatske.²⁴

Sektor penzionih fondova na Kosovu upravljao je imovinom vrednom 2,42 milijarde evra do kraja 2022. godine, što predstavlja 27% BDP-a zemlje. Ova značajna cifra je prvenstveno rezultat akumulacije sredstava u obaveznom kapitalizovanom fondu KTPŠ-a, i očekuje se da će ovaj sektor doživeti dalji rast kako novi doprinosi nastave da se ulivaju u plan. Poređenje odnosa penzionih sredstava i BDP-a može biti složeno jer je pod velikim uticajem specifičnog postojećeg penzionog sistema. Kosovo, drugo u jugoistočnoj Evropi, odmah iza Hrvatske (33%), koje je takođe implementiralo obavezne šeme penzionog fonda, ističe se sa relativno visokim odnosom penzionih sredstava u BDP-u. Nasuprot tome, razvijenije zemlje imaju tendenciju da imaju niže cifre kada se njihovi sistemi u velikoj meri oslanjaju na šeme plaćanja po naplati kojima upravlja vlada, kao što su Francuska (12,18%), Nemačka (8,19%) i Italija (12,64%). Suprotno tome, zemlje sa manjim sistemima plaćanja po principu „tekućeg finansiranja“ obično pokazuju znatno veće omere penzionih sredstava i BDP-a, kao što su SAD (169,52%), UK (124,20%) i Holandija (191,19%).²⁵

Penzijski sistem na Kosovu se sastoji od obaveznog plana fonda poznatog kao KTPŠ, zajedno sa dodatnim planovima koje sponzoriše poslodavac ili individualnim planovima. Trust, osnovan kao nezavisna i neprofitna javna institucija od strane Skupštine Republike Kosova, počeo je sa radom 2002. godine i od tada je postao najveći institucionalni investitor na Kosovu. Od kraja 2022. godine, domaće investicije KTPŠ-a su prvenstveno ograničene na državne dužničke hartije od vrednosti i depozite u lokalnim bankama, u iznosu od 719,5 miliona evra, što predstavlja 29,8% njegove ukupne aktive. Preostali deo svog portfelja investira na međunarodnim tržištima, prvenstveno kroz investicione fondove kojima upravljaju istaknute međunarodne institucije. Na kraju 2022. godine, KTPŠ je držao 49% ukupnog domaćeg državnog duga emitovanog u obliku hartija od vrednosti. Ograničene mogućnosti za domaće investicije predstavljaju značajan izazov za potencijalno povećanje udela lokalne imovine u portfelju Trusta. Ipak, KTPŠ je nedavno uspostavio strateški cilj povećanja direktnih investicija, udaljavajući se od preovlađujuće strategije oslanjanja na međunarodne menadžere sredstava. Ovim potezom nastoji se ojačati kvalitet tehnološke podrške i profesionalnih sposobnosti u oblasti investicija. To bi takođe moglo biti od

²⁴ Vidi OECD, „Reforme tržišta kapitala za oporavak i poboljšanu poslovnu dinamiku u Hrvatskoj“, 2021.

²⁵ Vidi <https://databank.worldbank.org/source/global-financial-development/Series/GFDD.DI.13> , pristupljeno 28. septembra 2023

koristi razvoju lokalnog tržišta kapitala i potencijalno poslužiti kao ključni pokretač rasta. Međutim, zbog svog najvećeg javnog značaja, KTPŠ mora da se pridržava konzervativne politike ulaganja. Štaviše, čak i ako bi se na Kosovu razvilo tržište korporativnih obveznica ili tržište akcija, teško je zamisliti da bi njihova veličina bila dovoljna da zadovolji investicione potrebe Trusta u doglednoj budućnosti.

Član 10. Zakona 04/L-101 nudi mogućnost KTPŠ-u ili pružaocima dodatnih penzija da izaberu menadžera sredstava na Kosovu, pod uslovom da izabrani menadžer sredstava poseduje licencu za upravljanje imovinom. U suštini, ova odredba dozvoljava da se funkcija upravljanja sredstvima davaoca penzijskih fondova prepusti eksternom menadžeru sredstava. Pod odgovarajućim uslovima, ovo bi moglo otvoriti put za uspostavljanje industrije upravljanja imovinom na Kosovu. Vredi napomenuti, međutim, da razlog za odluku regulatora da uvede posebnu licencu je posebno prilagođen za penzione fondove, umesto korišćenja postojećih aktivnosti „upravljanja portfeljem“ navedenih u Zakonu br. 04/L-093, ostaje nejasan. Za razliku od ovog pristupa, međunarodni menadžeri sredstava koje biraju penzioni fondovi sa Kosova mogu biti investicione firme koje nude uslugu upravljanja portfoliom bilo kojoj drugoj kategoriji klijenata.

Na tržištu dopunskih penzija, koje predstavlja treći stub, trenutno postoji usamljeni igrač, a to je SKPF. SKPF nudi dva fonda ukupne vrednosti imovine od 8,6 miliona evra zaključno sa 2022. Približno 19% ove imovine investirano je na domaćem tržištu, prvenstveno u državne hartije od vrednosti, dok je 81% uloženo na inostrana tržišta. Slično KTPŠ-u, strane investicije se uglavnom realizuju preko investicionih fondova koje nude glavni globalni menadžeri sredstava. Oba fonda spadaju u kategoriju „dopunskih individualnih penzijskih fondova“. Informacije koje je pružio SKPF pokazuju da je SKPF imao licencu za upravljanje imovinom od 2007. do 2020. godine, nakon čega je vratio licencu CBK-u zbog značajnih kapitalnih zahteva (4 miliona evra) u poređenju sa njegovom imovinom kojom upravlja.

1.5.6. Osiguravajuća društva

Osiguravajuća društva obično imaju značajnu ulogu na tržištima kapitala zbog dugoročne prirode njihovih obaveza. Pored penzionih fondova, društva imaju potencijal da stabilizuju volatilitet tržišta u vreme stresa i promovišu više standarde korporativnog upravljanja.

Industrija osiguranja je konvencionalno podeljena u dve osnovne kategorije: životno i neživotno osiguranje. Tradicionalno, segment životnog osiguranja se može pohvaliti najdužim horizontom ulaganja i većim kapacitetom za rizičnija ulaganja. Ipak, tokom protekle dve decenije, pod uticajem strogih kapitalnih zahteva i istorijski niskih kamatnih stopa, osiguravajuća društva su se suočila sa sve većim izazovima u prodaji tradicionalnih polisa životnog osiguranja koje dolaze sa ugrađenim kapitalnim garancijama. Shodno tome, one su se pomerile ka politikama vezanim za indeks i jedinicu, pri čemu ugovarači snose rizik ulaganja. Povećani kapitalni zahtevi, koji utiču na sklonost osiguravajućih društava da investiraju u akcije, evidentni su u Evropskoj uniji kroz regulatorni paket Solventnost II.²⁶ Do kraja 2021. godine, evropske osiguravajuće kompanije držale su oko 1,4 triliona evra u akcijama, isključujući ulaganja u povezana lica, što čini otprilike 16% njihovih ukupnih ulaganja. Međutim, kada se isključe proizvodi osiguranja koji su povezani sa jedinicama i indeksima, ulaganja u kapital čine samo 7% do 8% portfelja. Smanjena izloženost akcijama prepoznata je kao jedno od ograničenja Solventnosti II, a debate su u toku u vezi sa potencijalom osiguravajućih kompanija da daju značajniji doprinos realnoj ekonomiji kroz ulaganja u kapital. U svetlu ovoga, Evropska komisija je nedavno pokrenula zakonski predlog čiji je cilj uklanjanje „neopravdanih barijera“ osiguravajućim kompanijama da ulažu u akcije.²⁷

Kapacitet i sklonost lokalnih osiguravajućih kompanija da investiraju u lokalna tržišta kapitala takođe zavise od karakteristika tržišta i vlasničke strukture. Na manjim tržištima, gde propisi to dozvoljavaju, osiguravajuće grupe se često odlučuju da svoje investicione funkcije, bilo formalno ili neformalno, predaju svojim matičnim kompanijama.

Kada lokalni regulatorni okviri to dozvoljavaju, osiguravajuća društva mogu poslužiti kao kanal za distribuciju različitih finansijskih proizvoda, bilo direktno nudeći penzione i investicione fondove, bilo indirektno putem indeksnih ili jediničnih proizvoda osiguranja.

Na kraju 2022. godine, ukupna imovina osiguravajućih društava na Kosovu iznosila je 269,7 miliona evra. Kada se razmatra potencijalna uloga sektora osiguranja kao značajnog institucionalnog investitora, razlika između životnog i neživotnog osiguranja postaje ključni faktor. Na Kosovu, ovaj saldo značajno naginje ka neživotnom osiguranju, čineći značajnih 91,6% ukupne

²⁶ Direktiva 2009/138/EK o preuzimanju i obavljanju poslova osiguranja i reosiguranja (Solventnost II)

²⁷ Vidi Evropski parlament, Odeljenje za politike za ekonomske, naučne i politike kvaliteta života, „Solventnost II – Prudencijalni tretman izloženosti kapitalu“, septembar 2022, dostupno na [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2022/733974/IPOL_STU\(2022\)733974_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2022/733974/IPOL_STU(2022)733974_EN.pdf), pristupljeno 28. septembra 2023

imovine u sektoru na kraju 2022. godine. S obzirom na prirodu svojih obaveza, kompanije za neživotno osiguranje teže da usvoje kraći horizont ulaganja, što dovodi do konzervativnijih strategija ulaganja. Nasuprot tome, kompanije za životno osiguranje obično pokazuju duži horizont ulaganja i veći apetit za rizičnijom imovinom. Depoziti kod poslovnih banaka činili su značajnih 46,8% ukupne aktive u sektoru osiguranja do kraja 2022. godine, dok su ulaganja u hartije od vrednosti činila 16,9%, što je ekvivalentno 45,6 miliona evra.

Na kraju 2022. godine, na Kosovu je poslovalo 12 licenciranih osiguravajućih kompanija. Od toga, deset se specijalizovalo za neživotna osiguranja, zajedno sa ukupnom aktivom od 246,96 miliona evra, dok su dve kompanije za životno osiguranje prijavile ukupnu vrednost imovine od 22,74 miliona evra. U 2022. godini, odnos ukupne imovine osiguravajućih kompanija prema BDP-u na Kosovu iznosio je 3,01%. Ovaj odnos značajno zaostaje za velikim i razvijenim evropskim ekonomijama poput Francuske (132,04%) ili Nemačke (67,87%). Međutim, to je u skladu sa ciframa uočenim u susednim zemljama kao što su Albanija (2,40%) i Severna Makedonija (3,87%). U širem kontekstu zemalja JIE, ovi odnosi se kreću od 2,17% u Rumuniji do 17,2% u Sloveniji.²⁸

Banke na Kosovu mogu preuzeti ulogu posrednika u osiguranju, pod uslovom da im CBK izda licencu za takvu aktivnost. Uvođenjem proizvoda životnog osiguranja u vezi sa „preduzećima za kolektivno investiranje“ u tački 3. člana 8. Zakona o osiguranjima, lokalna društva za upravljanje investicionim fondovima, ukoliko budu osnovana, mogla bi da sklapaju ugovore sa osiguravajućim društvima o strukturiranju takvih proizvoda.

1.5.7. Korporacije

Korporacije su primarni korisnici tržišta kapitala, bilo da nameravaju da izdaju vlasničke ili dužničke hartije od vrednosti.

Tržišta kapitala prvenstveno služe vitalnoj svrsi obezbeđivanja kompanijama pristup dugoročnom kapitalu, neophodnom za finansiranje njihovih projekata, bilo putem inicijalne javne ponude (IJP) ili naknadnih sekundarnih javnih ponuda. Osim što omogućavaju pristup dugoročnom kapitalu, tržišta kapitala takođe olakšavaju prenos vlasništva. Vitalnost primarnih tržišta zavisi od prisustva aktivnog sekundarnog tržišta, gde se odvija proces otkrivanja i formiranja cena, uz obezbeđivanje

²⁸ Vidi <https://databank.worldbank.org/source/global-financial-development/Series/GFDD.DI.11#>, pristupljeno 28. septembra 2023; podaci za 2020. godinu; Podaci o Kosovu za 2022. ekstrapolirani iz publikacija CBK-a.

likvidnosti. Opšte je poznato da plitko tržište, koje karakteriše ograničeno slobodno kretanje²⁹, retko izdavanje i većina investitora u strategiji kupovine i držanja, malo verovatno da će se pojaviti kao značajan izvor finansiranja za privatni sektor. Štaviše, bitno je naglasiti da prodaja instrumenata predstavlja jedinu izlaznu opciju koja je dostupna investitorima u akcije. Dakle, likvidnost je od najveće važnosti u svakoj inicijativi koja ima za cilj razvoj tržišta akcija.³⁰ Međunarodni podaci naglašavaju da je broj kompanija koje žele i mogu da kotiraju svoje akcije na javnim tržištima relativno nizak i da se pretežno sastoji od većih korporacija. Ovo se prvenstveno može pripisati povećanim troškovima registracije i tekućim zahtevima za transparentnost, kao i rezervama vlasnika i menadžera kompanija u pogledu izlaganja svojih poslovnih aktivnosti pritiscima akcionara, javnosti i rizicima preuzimanja.³¹

Štaviše, kada se deonice kotiraju na regulisanim tržištima, malim deoničarima se pruža zaštita kroz pravila koja regulišu obavezne i dobrovoljne ponude za preuzimanje.³² Takođe je vredno naglasiti da se na finansijske instrumente kojima se trguje na regulisanim tržištima ili drugim vrstama trgovačkih mesta primenjuju propisi koji zabranjuju zloupotrebu tržišta, koji obuhvataju aktivnosti kao što su manipulacija tržištem i insajderska trgovina.³³ Zloupotreba tržišta se smatra krivičnim delom unutar EU, koje obavezuje države članice da usklade svoje zakonodavstvo o krivičnim sankcijama sa mandatima EU.³⁴ Važno je napomenuti da se propisi o zloupotrebi tržišta ne primenjuju samo na akcije već i na trgovanje bilo kojom vrstom finansijskih instrumenata.

Od postojećeg statusa na Kosovu, ne postoji javno tržište kapitala u funkciji, a pravni i regulatorni okvir za licenciranje i rad berze i dalje nedostaje. Shodno tome, ne postoje pravila koja se tiču preuzimanja ili sprečavanja tržišnih zloupotreba, o čemu treba voditi računa prilikom kreiranja berze.

Literatura naglašava potencijal tržišta korporativnih obveznica u povećanju ekonomske otpornosti na bankovne kreditne šokove, jer kompanijama nude alternativni izvor finansiranja na koji manje

²⁹ Free float je termin koji se koristi za opisivanje broja akcija koje su dostupne javnosti za trgovanje na sekundarnom tržištu.

³⁰ Vidi IOSCO „Faktori koji utiču na likvidnost na tržištima u razvoju“, decembar 2007.

³¹ Vidi Svetska banka, „Razvoj tržišta kapitala – uzroci, posledice i redosled – pregled literature“, 2019.

³² Direktiva 2004/25/EK o ponudama za preuzimanje. Imajte na umu da ova Direktiva uvodi posebna pravila o istiskivanju i rasprodaji u vezi sa ponudama za preuzimanje. Države članice mogu nastaviti da primenjuju nacionalna pravila za procedure istiskivanja i prodaje u drugim okolnostima.

³³ Na primer, MAR u EU

³⁴ Vidi CSMAD

utiču ekonomski i kreditni ciklusi u poređenju sa bankarskim kreditima.³⁵ Obično se tržišta korporativnih obveznica razvijaju nakon što tržište državnih obveznica dostigne određeni nivo razvoja.³⁶ Globalno gledano, tržišta korporativnih obveznica, kada uključuju finansijske korporacije, često su veća od tržišta državnih hartija od vrednosti u mnogim naprednim ekonomijama i uporedivija su po veličini sa tržištima državnih hartija od vrednosti u različitim privredama u razvoju. Na ovim tržištima, dužničke hartije od vrednosti preduzeća često predstavljaju značajan procenat BDP-a.

Međutim, unutar EU, kompanije imaju tendenciju da se u velikoj meri oslanjaju na bankarske kredite, a tržišta korporativnih obveznica nisu u potpunosti razvijena. Ovo se pripisuje konkurenciji koju banke predstavljaju u modelu univerzalnog bankarstva. U poređenju sa bankarskim kreditima, korporativne obveznice obično obezbeđuju kapital na duži rok i zahtevaju manje kolaterala. Sa druge strane, izdavanje korporativnih obveznica je često složen i skup proces koji zahteva povećane standarde korporativnog upravljanja i transparentnost, što može biti izazovnije za manje kompanije. Kao rezultat toga, razvoj tržišta korporativnih obveznica pokazuje se kao dugoročan i višestruki poduhvat, koji zavisi od različitih faktora. Preduslovi za uspeh uključuju stabilno političko i makroekonomsko okruženje sa niskim kamatnim stopama na državne obveznice, efikasan i predvidiv pravni i pravosudni sistem, čvrst nadzor i nadzorni okvir, dovoljno veliku bazu emitenata i investitora i povoljnu poresku regulativu.³⁷

Potencijalna potražnja za korporativnim obveznicama na Kosovu može nastati od banaka, KTPŠ-a, osiguravajućih kompanija, potencijalnih investicionih fondova, investitora iz dijaspore i pojedinaca sa visokim neto vrednostima. Veće kompanije koje se trenutno zadužuju kod banaka, MFI i same banke, identifikovane su kao potencijalni izdavaoci korporativnih obveznica. Razvoj tržišta korporativnih obveznica na Kosovu mogao bi biti dodatno olakšan faktorima kao što su suvereni rejting Kosova, povećana likvidnost na državnu krivu prinosa, čvrst okvir stečaja i sveobuhvatni, pouzdani podaci koje otkrivaju izdavaoci korporativnih obveznica.³⁸

³⁵ Videti Gambacorta, L., Iang, J. i Tsatsaronis, K., „Finansijska struktura i rast“, BIS Kvarterli Review, mart 2014.

³⁶ Vidi Svetska banka, „Razvoj tržišta kapitala – uzroci, posledice i redosled – pregled literature“, 2019.

³⁷ Videti IOSCO, „Razvoj tržišta korporativnih obveznica na tržištima u razvoju“, FR10/11, novembar 2011; IOSCO, „Razvoj tržišta kapitala u nastajanju: Mogućnosti, izazovi i rešenja“, FR09/2020, oktobar 2020.

³⁸ Iako je okvir korporativnog otkrivanja i revizije u velikoj meri usklađen sa pravnim tekovinama Unije, učesnici na tržištu navode da bi se kvalitet i dostupnost podataka koje kompanije objavljuju preko SKFI-a mogli poboljšati.

Privatna tržišta se prvenstveno bave investicijama u instrumente koji se ne kotiraju, a privatni kapital služi kao vredan izvor finansiranja za preduzeća kada tradicionalni izvori finansiranja kao što su berza i bankarski krediti nisu dobro prilagođeni. Glavne strategije u privatnom kapitalu određene su stadijumom razvoja kompanije i obuhvataju rizični kapital, kapital za rast, otkupe sa leveridžom i obrtni kapital. Slično tome, privatni dug igra ključnu ulogu u finansiranju preduzeća i imovine kada tradicionalni kreditori nisu dostupni. Uključuje starije pozajmice, subordinirani i mezaninski dug i problemski dug.³⁹ Rast privatnog kapitala podstaknut je strogim bankarskim propisima, što bankama čini izazovnijim da finansiraju MSP, posebno ona sa nematerijalnom imovinom ili negativnom zaradom u ranoj fazi.⁴⁰ Istraživanja podržavaju stav da kompanije podržane rizičnim kapitalom imaju tendenciju da rastu brže, pokazuju više inovacija i otvaraju više radnih mesta od tradicionalnih kompanija.

Iako direktne transakcije nisu neuobičajene, ulaganja privatnog kapitala se uglavnom kanališu kroz fondove privatnog kapitala.⁴¹ Kosovu trenutno nedostaje regulatorni okvir za investicione fondove, ali inostrani fondovi mogu slobodno da pristupe lokalnom tržištu u potrazi za mogućnostima za ulaganja. Mnoge zemlje su uspostavile posebne mehanizme za olakšavanje pristupa MSP privatnim tržištima, kao što su tržišta privatnog plasmana, segmenti specifični za MSP na berzama sa manje strogim zahtevima, sekjuritizacija dužničkih instrumenata MSP kako bi se stvorile raznovrsne grupe investicija koje su privlačne institucionalnim investitorima i alternativni krediti sistemi ocenjivanja.

1.5.8. Investicioni fondovi

Investicioni fondovi nisu uključeni u tabelu 5 jer trenutno ne postoje na Kosovu. Međutim, ovde je opisan njihov značaj u kontekstu globalnih tržišta kapitala.

Investicioni fondovi su finansijski proizvodi dizajnirani da udruže kapital investitora i da zajedno investiraju taj kapital u različita sredstva. Dok se većina investicionih fondova globalno fokusira na finansijske instrumente kao što su akcije, obveznice i druge hartije od vrednosti, njihove

³⁹ Videti Demaria, C., „Uvod u privatni kapital, dugove i realna sredstva“, John Wiley and Sons, 3. izdanje, 2020.

⁴⁰ Vidi OECD, „Reforme tržišta kapitala za oporavak i poboljšanu poslovnu dinamiku u Hrvatskoj“, 2021.

⁴¹ Videti Demaria, C., „Uvod u privatni kapital, dug i realna sredstva“, John Wiley and Sons, 3. izdanje, 2020. i Hisrich, RD et al., „Fondovi rizičnog kapitala u zemljama u tranziciji: Insights from Bosnia and Herzegovina and Macedonia“, Journal of Small Business and Enterprise Development, Vol. 23/2, May 2016.

investicione strategije mogu značajno da variraju, obuhvatajući širok spektar klasa imovine kao što su akcije privatnih kompanija, nekretnine, robe, privatni zajmovi, problematični dugovi, ili čak alternativne investicije poput likovne umetnosti i vina.

Investicioni fondovi igraju ključnu ulogu u omogućavanju akumulacije lične štednje i usmeravanju te uštedevine u kompanije i projekte koji doprinose ekonomskom rastu i otvaranju radnih mesta. Oni su takođe atraktivna investiciona opcija za druge institucionalne investitore kojima možda nedostaje interna stručnost za upravljanje svojom imovinom ili žele da investiraju u specijalizovane tržišne niše.

Jedna ključna karakteristika većine investicionih fondova, koji ulažu u javne hartije od vrednosti, je da investitorima nude dnevnu likvidnost. Međutim, ova dnevna likvidnost može biti osporena tokom eksternih šokova,⁴² kao što su globalna finansijska kriza iz 2008. i pandemija COVID-19. U takvim slučajevima, investicioni fondovi mogu doživeti „natrpavanje“ dok investitori nastoje da otkupe svoja ulaganja, a to može pogoršati pad tržišta, iako investicioni fondovi nemaju fiksne obaveze poput banaka ili osiguravajućih kompanija. Pored toga, investicioni fondovi mogu doprineti stvaranju tržišnih mehurića kada postanu sredstva za kanalisanje preteranog optimizma maloprodajnih investitora na tržišta. Rizici procikličnosti su posebno izraženi na manjim tržištima na kojima su investicioni fondovi prerasli likvidnost tržišta. S druge strane, ove karakteristike investicionih fondova značajno doprinose raznolikosti institucionalne baze investitora i tržišne likvidnosti.

Investicioni fondovi su veoma popularna sredstva ulaganja u razvijenim ekonomijama sa snažnim tržištima kapitala. Na primer, u SAD je odnos imovine zajedničkih fondova prema BDP-u dostigao 140,16%, u Francuskoj je 96,43%, dok u Nemačkoj 74,96%. Nasuprot tome, u jurisdikcijama sa manje razvijenim tržištima kapitala i navikama štednje koje su sklonije riziku, ovi odnosi su znatno niži. U JIE se kreću od 0,94% u Srbiji do 6,1% u Hrvatskoj i 7,28% u Sloveniji.

U okviru regulatornog okvira EU, investicioni fondovi su široko kategorisani u dve glavne vrste: UCITS i Fond za alternativna ulaganja (FAU). Direktiva Evropske unije UCITS navodi sveobuhvatan skup pravila koja regulišu ovlašćenje fondova i društava za upravljanje fondovima, obaveze depozitara, uslove poslovanja društava za upravljanje fondovima, ulaganja u fondove i

⁴² Videti Garcia Pascual, A., Singh, R. i Surti, J., „Investicioni fondovi i finansijska stabilnost“, Međunarodni monetarni fond, Politička razmatranja, DP/2021/018, 2021.

drugo. Sa druge strane, AIFMD prvenstveno reguliše velika društva za upravljanje alternativnim investicionim fondovima, namećući specifične organizacione i transparentne zahteve sa fokusom na sistemske rizike i finansijsku stabilnost. Sami AIF-ovi nisu direktno regulisani na nivou EU, a na svakoj zemlji članici je da uspostavi svoje propise za ove fondove. AIF-ovi mogu obuhvatiti širok spektar, u rasponu od fondova koji ulažu u kompanije kojima se javno trguje (slično UCITS-u) do fondova sa najrazličitijim strategijama ulaganja i ciljanjem na egzotične klase imovine.

Fondovi privatnog kapitala obično prate zajedničku strukturu u kojoj profesionalni investicioni menadžeri prikupljaju kapital od investitora i raspoređuju ova sredstva putem fonda sa određenim vekom trajanja, obično oko deset godina. Pravni sporazum koji reguliše odnos između investitora i menadžera fondova je obično ugovor o ograničenom partnerstvu, iako se mogu koristiti i druge pravne strukture. Terminski list definiše odnos između fonda i portfolio kompanija. Ovo razdvajanje između funkcija preduzetništva, upravljanja investicijama i finansiranja je dizajnirano da poveća iznos raspoloživih investicija i poboljša šanse za postizanje finansijskih povraćaja. Fondovi imaju definisan životni vek, tako da profesionalni menadžeri moraju da osiguraju da mogu napustiti portfolio kompanije pre isteka fonda. Uobičajene izlazne strategije uključuju trgovinsku prodaju strateškim investitorima, prodaju drugim fondovima i inicijalne javne ponude (IJP). Zemlje u kojima je izlazak težak zbog ekonomske strukture, nedostatka specijalizovanih fondova ili drugih razloga se generalno smatraju manje poželjnim za ulaganja privatnog kapitala.⁴³

U regionu CIE, podaci industrijskog udruženja „Invest Europe“ pokazuju da su svi fondovi privatnog kapitala prikupili 1,62 milijarde evra u 2022. godini. Udeo CIE u ukupnom evropskom prikupljanju sredstava iznosio je 0,9%. Vodeći izvor sredstava u 2022. bili su evropski investitori izvan regiona CIE, koji su činili 48% ukupnog prikupljenog kapitala, a zatim vladine agencije i multilateralne organizacije, koje predstavljaju 33% ukupnog prikupljenog kapitala. Investicije u regionu CIE iznosile su 2,77 milijardi evra u 2022. Od toga, 1,2 milijarde evra uloženo je u 76 kompanija u fazi rasta, 821 milion evra u 451 kompaniju u fazi ulaganja i 688 miliona evra u 64 kompanije uključene u transakcije otkupa. Zapažene vrednosti investicija zabeležene su u zemljama poput Češke, Estonije, Poljske i Hrvatske. Investicije privatnog kapitala u CIE predstavljale su 0,131% BDP-a u 2022. godini, u poređenju sa 0,638% u Evropi uopšte.⁴⁴

⁴³ Videti Demaria, C., „Uvod u privatni kapital, dug i realna sredstva“, John Wiley i sinovi, 3. izdanje, 2020.

⁴⁴ Pogledajte Invest Europe, „Statistike privatnog kapitala Centralne i Istočne Evrope za 2022. godinu“, jun 2023.

U mnogim zemljama, gde univerzalne banke dominiraju finansijskim tržištem, banke su dominantan kanal distribucije investicionih fondova. U nekim zemljama, nezavisni finansijski savetnici takođe igraju značajnu ulogu. U Evropi, tržištem dominiraju interni proizvodi koje bankarske grupe nude svojim klijentima.

Na Kosovu nema registrovanih investicionih fondova zbog nedostatka regulatornog okvira, a lokalne finansijske institucije ne distribuiraju aktivno strana sredstva svojim klijentima.

2. CILJEVI

2.1. Cilj politike

Cilj politike predloženog regulatornog okvira za tržišta kapitala na Kosovu je povećanje dostupnosti finansiranja tržišta kapitala za preduzeća na Kosovu. Uspostavljanjem dobro regulisanog i funkcionalnog tržišta kapitala, preduzeća će imati pristup dodatnim izvorima finansiranja mimo tradicionalnog bankarskog finansiranja. Ovo će uvesti konkurenciju u finansijski pejzaž i omogućiti preduzećima alternativne načine za prikupljanje kapitala. Štaviše, tržišta kapitala imaju potencijal da obezbede dugoročne opcije finansiranja za projekte koji se često smatraju nebankarskim zbog njihove rizičnije ili inovativnije prirode. Razvoj tržišta kapitala će doprineti ekonomskom razvoju zemlje pružajući preduzećima sredstva za pristup dugoročnom rizičnom kapitalu, što će na kraju dovesti do rasta i mogućnosti zapošljavanja.

Ovi napori su u skladu sa širim ciljevima ekonomskog razvoja Kosova kao što je navedeno u nacrtu Nacionalne strategije razvoja 2030 i Nacionalne strategije razvoja 2016-2021. Strategija je naglasila potrebu za stvaranjem konkurentnih industrija i naglasila važnost finansiranja za postizanje ovog cilja.⁴⁵ Olakšavanjem finansiranja tržišta kapitala, Kosovo može promovisati inovacije, konkurentnost i ekonomski rast.

Sve u svemu, predloženi regulatorni okvir za tržišta kapitala na Kosovu je značajan korak ka postizanju ovih ciljeva ekonomskog razvoja i negovanju raznovrsnijeg i otpornijeg finansijskog ekosistema u zemlji.

2.2. Strateški cilj

Strateški cilj definisan u ovom koncept dokumentu je stvaranje sveobuhvatnog, podržavajućeg i usklađenog regulatornog okvira za tržišta kapitala.

Kosovo je napravilo prvi korak u razvoju tržišta kapitala kroz postavljanje regulatornog okvira za razvoj tržišta državnih obveznica. Međutim, priznato je da je ovaj početni okvir za državne

⁴⁵ Videti Republika Kosovo, "Nacionalna strategija razvoja 2016-2021", str. 30.

obveznice samo početak. Da bi se u potpunosti realizovao potencijal tržišta kapitala na Kosovu, neophodno je stvoriti sveobuhvatniji regulatorni okvir koji pokriva širi spektar finansijskih instrumenata i aktivnosti. Ovaj širi okvir će omogućiti ekspanziju na korporativne obveznice i druge finansijske proizvode u skladu sa međunarodnim standardima. Ovaj pristup koristi najbolje prakse dok se prilagođava trenutnom stanju razvoja finansijskog sistema Kosova. To će stvoriti okruženje koje je poznato međunarodnim učesnicima na tržištu, promovišući transparentnost, poverenje investitora i olakšavajući ulaganja na kosovska tržišta kapitala. Na kraju krajeva, razvoj sveobuhvatnog regulatornog okvira za tržišta kapitala usklađenog sa EU će igrati ključnu ulogu u ekonomskom razvoju Kosova pružajući preduzećima veći pristup finansiranju, investitorima više mogućnosti i doprinoseći ukupnoj finansijskoj stabilnosti i rastu zemlje.

Tabela 6: Ciljevi

Objektivni tip	Poreklo
Cilj politike	Nacionalna strategija razvoja 2030
Povećati dostupnost finansiranja tržišta kapitala za preduzeća na Kosovu	
Strateški cilj	
Stvoriti sveobuhvatan, podržavajući i usklađen regulatorni okvir za tržišta kapitala	
Specifični ciljevi	
<ol style="list-style-type: none"> 1) Usvojiti izmene trenutne regulative kako bi se omogućila pojava tržišta korporativnih obveznica 2) Usvojiti zakon o tržištu kapitala koji će stvoriti neophodan okvir za razvoj tržišta kapitala, pružanje usluga i zaštitu učesnika na tržištu 3) Usvojiti zakon o investicionim fondovima koji će omogućiti osnivanje investicionih fondova koji ulažu na tržišta hartija od vrednosti i privatna tržišta 	

2.3. Specifični ciljevi

2.3.1. Pojava tržišta korporativnih obveznica

Kao što je naglašeno u odeljku 1.3.1., postojeći opšti okvir koji se primenjuje na hartije od vrednosti nije prilagođen zahtevima savremenih tržišta kapitala. Stoga se predlaže stvaranje podsticajnijeg okruženja, posebno kada su u pitanju pravila koja se primenjuju na izdavanje, registraciju i prenos korporativnih hartija od vrednosti. Postaje obavezno da sve hartije od vrednosti kojima se trguje na tržištu kapitala ili novca budu uključene u Centralni registar i SPH. Neophodna su i pravila koja se odnose na vođenje računa hartija od vrednosti od strane posrednika i pravila koja se odnose na posebne slučajeve transfera, kao što su repo ugovori i pozajmljivanje hartija od vrednosti. Ova pravila mogu biti uključena u Zakon o tržištu kapitala kao izuzeci od pravila koja su trenutno na snazi u Zakonu br. 04/L-077 i Zakonu br. 06/L-016. Takođe se predlaže da se izmeni Zakon 06/L-016 kako bi se uključili kratkoročni dužnički instrumenti i definicija obveznica i komercijalnih zapisa. Izmene bi takođe trebalo da sadrže osnovna pravila o procesu donošenja odluka u vezi sa vlasnicima obveznica (npr. zastupanje vlasnika obveznica, okupljanje vlasnika obveznica). Ove odredbe su važne kako bi se osigurala pravna sigurnost za investitore, posebno u slučaju neizvršenja obaveza emitenta. Implementacijom ovih izmena stvorile bi se neophodne pretpostavke za izdavanje korporativnih dužničkih hartija od vrednosti, a eventualno i drugih korporativnih dužničkih instrumenata. U ovom trenutku, preduzeća ne mogu da emituju obveznice u praksi zbog izuzetno visokog nivoa neizvesnosti. Zajedno sa drugim specifičnim ciljevima navedenim u nastavku, ispunjenje ovog specifičnog cilja će dovesti do pojave tržišta korporativnog duga na Kosovu.

U budućnosti je takođe moguće zamisliti da Kosovski fond za kreditno jemstvo izdaje garancije za korporativne obveznice, ili da banke udruže svoje garantovane kredite u sredstva sekjuritizacije koje bi izdavale obveznice pokrivena novčanim tokovima po datim garantovanim kreditima.

2.3.2. Okvir tržišta kapitala

Zakonodavni okvir koji se odnosi na tržišta kapitala na Kosovu treba da obuhvati nekoliko ključnih aspekata. To uključuje regulisanje finansijskih instrumenata i tržišnih posrednika, nadzor nad izdavanjem hartija od vrednosti putem javnih ponuda i zahtev za objavljivanjem prospekta,

obaveze transparentnosti koje se primenjuju na izdavaoce čije se hartije od vrednosti kotiraju na regulisanom tržištu, pravila za sprečavanje zloupotrebe tržišta, osnivanje šeme kompenzacije za investitore, kao i različita zakonodavstva vezana za infrastrukturu u vezi sa centralnim depozitarima hartija od vrednosti, procedurama poravnanja i aranžmanima finansijskog kolaterala. Usvajanjem takvog sveobuhvatnog pristupa, Kosovo može da reši identifikovane regulatorne nedostatke i otvori put za razvoj svog tržišta kapitala.

Regulisanje finansijskih instrumenata i tržišnih posrednika na Kosovu treba da se zasniva na principima navedenim u DTFI II. Ovaj okvir bi, u najmanju ruku, trebalo da odredi nadležno regulatorno telo odgovorno za nadzor tržišta kapitala, definiše sankcije za nepoštovanje, uspostavi jasne kriterijume i uslove za ovlašćivanje i upravljanje investicionim firmama, pružanje investicionih usluga ili aktivnosti od strane stranih subjekata, kao i funkcionisanje regulisanih tržišta. Štaviše, trebalo bi da sadrži iscrpne liste investicionih usluga, aktivnosti i finansijskih instrumenata, pošto ove liste igraju ključnu ulogu u razgraničenju zakonodavnog delokruga. Pored toga, imperativ je da se obezbedi snažna regulativa koja reguliše pružanje investicionih usluga i aktivnosti od strane banaka ovlašćenih u skladu sa zakonima o bankama.

Trenutno, određeni aspekti DTFI II izgledaju suvišni u kontekstu kosovskog tržišta kapitala. Konkretno, dva naslova mogu zahtevati preispitivanje: (1) ograničenja pozicije i kontrole upravljanja pozicijom u robnim derivatima i (2) usluge izveštavanja podataka.

Paralelno sa donošenjem zakona koji reguliše poslovanje investicionih firmi, preporučuje se izmena Zakona br. 04/L-093 kako bi se aktivnosti tržišta kapitala isključile iz nadležnosti nebankarskih finansijskih institucija (NBFI). Ovo prilagođavanje bi efektivno stvorilo novu kategoriju učesnika na tržištu - investicione firme - specijalizovane za tržišta kapitala, usklađujući regulatorni okvir Kosova sa standardima EU.

Propis koji se odnosi na tržišne posrednike takođe treba da obuhvati kapitalne zahteve. Dok se EU bavi ovim pitanjem kroz DFII i UFI, zajedno sa DKZ/DZK paketom, preporučljivo je usvojiti pristup koji više odgovara novonastaloj fazi kosovskog tržišta. Ovaj pristup treba da daje prioritet zaštiti investitora i finansijskoj stabilnosti bez preteranog komplikovanja kapitalnih i prudencijalnih zahteva za investicione firme.

Konačno, Direktiva EU 97/9/EC nalaže uspostavljanje šeme zaštite investitora, koja bi trebalo da obezbedi pokriće za investitore u slučajevima kada investiciona firma nije u mogućnosti da ispuni

svoje obaveze u vezi sa potraživanjima investitora. Ovo osigurava sigurnosnu mrežu za investitore i jača poverenje u tržište.

Postojećem regulatornom okviru Kosova trenutno nedostaju posebne odredbe u vezi sa javnom ponudom hartija od vrednosti i prijemom hartija od vrednosti u trgovanje na regulisanom tržištu. Imperativ je uspostavljanje regulative u ovoj oblasti, jer ona služi kao osnovni preduslov za izdavanje korporativnih hartija od vrednosti. Osnova za ovaj regulatorni okvir treba da bude Uredba o prospektu (UR).

UR obuhvata veoma detaljna uputstva za pripremu, sadržaj i format prospekta, kao i procedure za njihovo objavljivanje. Pored toga, navodi posebna pravila za prekogranične ponude. Posebno, UR uključuje niz izuzetaka od obaveze objavljivanja prospekta. Ova izuzeća prvenstveno imaju za cilj da olakšaju izdavanje hartija od vrednosti za određene vrste emitentata i ciljnih investitora. Iako ovo pitanje nije regulisano na nivou EU, preporučljivo je izraditi set propisa koji se odnose na informacije koje moraju biti dostupne kada je izdavalac izuzet od objavljivanja prospekta. Ova praksa se primećuje u većini jurisdikcija, a uvođenje takvih pravila na Kosovu povećalo bi jasnoću i transparentnost.

Štaviše, UR nudi skup opcija za emitente, od kojih se neke retko koriste čak i u jurisdikcijama sa dobro uspostavljenim tržištima kapitala. Ove opcije, kao što je upotreba „osnovnog prospekta“ ili „univerzalnog dokumenta za registraciju“, dizajnirane su da pojednostave proces izdavanja prospekta za česte izdavaoce. Međutim, s obzirom na njihov potencijal da komplikuju regulatorna pitanja bez praktične primene, preporučuje se usvajanje pragmatičnog pristupa i uzdržavanje od upuštanja u zamršene detalje unutar pravnog okvira. Pored toga, propis bi trebalo da odredi regulatorno telo odgovorno za odobravanje prospekta i navede odgovarajuće sankcije za nepoštovanje. Ovo regulatorno telo treba da bude telo odgovorno za celokupno regulisanje i nadzor tržišta kapitala, obezbeđujući doslednost i efikasan nadzor.

Nakon prijema hartije od vrednosti u trgovanje na regulisanom tržištu, postaje ključno primeniti sveobuhvatan set zahteva za transparentnost za izdavaoce. Ovi zahtevi, u vezi sa obavezama finansijskog i nefinansijskog izveštavanja, su od suštinskog značaja za obezbeđivanje pristupa investitorima svim relevantnim informacijama. Regulatorni okvir u ovom pogledu treba da se zasniva na TD i nalaže podnošenje periodičnih i tekućih informacija. Objavljivanje periodičnih

informacija treba da obuhvati ključne izveštaje, posebno godišnji finansijski izveštaj i polugodišnje finansijske izveštaje. Ovi izveštaji služe kao osnovni alat za investitore da procene učinak i finansijsko stanje emitenta. Štaviše, okvir bi takođe trebalo da uključi odredbe za tekuće otkrivanje informacija, sa primarnim fokusom na obaveštavanje o bilo kakvom sticanju ili raspolaganju većim vlasništvom i/ili pravom glasa. Ovo otkrivanje u realnom vremenu je od suštinskog značaja za održavanje transparentnosti i olakšavanje informisanog donošenja odluka među investitorima. Konačno, regulatorno telo odgovorno za nadzor tržišta kapitala trebalo bi da preuzme ulogu nadgledanja i sprovođenja ovih obaveza transparentnosti.

Još jedan kritičan aspekt regulisanja tržišta kapitala odnosi se na primenu pravila koja imaju za cilj sprečavanje zloupotrebe tržišta, što uključuje tržišnu manipulaciju i insajdersku trgovinu. Ova pravila se primenjuju na finansijske instrumente dozvoljene za trgovanje na regulisanim tržištima, kao i na druge vrste mesta trgovanja. Da bi se kreirao ovaj deo regulative tržišta kapitala na Kosovu, mudro je da se modelira prema UMS-u. Organu koji je odgovoran za nadgledanje tržišta kapitala na Kosovu takođe treba da bude poveren zadatak da nadgleda i sprovodi ova pravila protiv zloupotrebe tržišta. Neophodno je naglasiti da nadzor nad zloupotrebom tržišta ne obuhvata samo finansijska lica već i nefinansijska i fizička lica. Da bi se obezbedila usklađenost sa propisima koji se tiču zaštite privatnosti i ljudskih prava, neophodno je da uloge i odgovornosti regulatornog organa budu dobro definisane i da se uspostavi saradnja sa drugim istražnim i tužilačkim organima. U EU se zloupotreba tržišta smatra kriminalnom delatnošću, a minimalne krivične kazne koje države članice moraju izreći su definisane u CSMAD-u. Ovaj okvir postavlja jasan presedan za ozbiljnost sa kojom se zloupotreba tržišta tretira u evropskom kontekstu i naglašava važnost sprovođenja integriteta tržišta i zaštite investitora.

Regulatorni okvir Kosova je napravio značajne iskorake u usklađivanju sa zakonodavstvom EU u vezi sa CDH i SPH, prvenstveno kroz Zakon br. 04/L-155. Međutim, dodatne zakonodavne mere mogu biti neophodne da bi se obezbedilo potpuno usklađivanje sa najboljim međunarodnim praksama u ovoj oblasti. Ovo usklađivanje se može postići inkorporiranjem sledećih delova zakonodavstva EU u kosovski regulatorni okvir za tržišta kapitala: CSDR, SFD i AFO. Da bi se postiglo ovo usklađivanje, preporučljivo je raditi u okviru postojeće regulatorne arhitekture na Kosovu i izvršiti izmene i dopune Zakona br. 04/L-155, kao i potencijalno Uredbe o međubankarskom platnom sistemu gde je potrebno. Ove promene će obezbediti da su kosovski propisi u potpunosti usklađeni sa CSDR i SFD, povećavajući efikasnost i sigurnost njegovih

sistema poravnanja hartija od vrednosti. S druge strane, prevođenje FCD u pravni okvir Kosova može biti složeno, jer se ukršta sa raznim drugim zakonima, posebno onima koji se odnose na nesolventnost i bankrot. Ovaj interdisciplinarni projekat može zahtevati pažljivo razmatranje i koordinaciju kako bi se osiguralo da regulatorne promene budu koherentne i efikasne u celom pravnom i finansijskom okruženju. Ipak, neophodno je ako Kosovo želi da razvije svoje repo tržište i na kraju dobije pozitivno pravno mišljenje od MUTK.

U okviru budućih inicijativa, uključujući i osnivanje berze, bilo bi mudro razmisliti o usvajanju zakona o ponudama za preuzimanje. Obavezne ponude za preuzimanje služe kao ključni mehanizam za zaštitu interesa manjinskih deoničara u slučajevima značajne promene kontrole nad kompanijom čijim se deonicama javno trguje. Ovaj pravni okvir bi obezbedio jasne smernice za sve uključene strane, promovišući transparentnost i pravičnost u takvim transakcijama.

Sveobuhvatni cilj usvajanja sveobuhvatnog regulatornog okvira tržišta kapitala, koji obuhvata primarna tržišta, posrednike i infrastrukturne zahteve, jeste da se pozabave postojećim regulatornim prazninama i olakša ulazak učesnicima na tržište. Stvaranjem jasnog i snažnog regulatornog okruženja, ova inicijativa je spremna da podstakne investicije i rast na tržištu, podstičući ekonomski razvoj i finansijsku stabilnost na Kosovu.

2.3.3. Okvir investicionih fondova

Dodatni specifični cilj je uspostavljanje regulatornog okvira za investicione fondove. Ovaj okvir bi trebalo da se oslanja na regulatornu strukturu EU, koja sadrži dve osnovne kategorije fondova: UCITS i AIF-ovi. AIF-ovi su jednostavno definisani kao sredstva za kolektivna ulaganja koja ne zahtevaju ovlašćenje u skladu sa Direktivom o UCITS. Ova nerestriktivna definicija AIF-a stvara prostor za širok spektar fondova specijalizovanih za različite klase imovine i strategije ulaganja.

Regulatorni okvir za javno ponuđene investicione fondove koji ulažu u prenosive hartije od vrednosti zasnivaće se na UCITS Direktivi. Uredba će sadržati pravila koja se odnose na ovlašćenja, spajanja i investicione politike investicionih fondova, ovlašćenja i uslove poslovanja društava za upravljanje fondovima, obaveze u vezi sa depozitarom fonda i obaveze u vezi sa informacijama koje se daju investitorima. Uredba će takođe uključiti pravila koja se primenjuju na raspodelu stranih sredstava na Kosovu. Ova kategorija investicionih fondova će uvesti novu klasu institucionalnih investitora na domaće tržište. Štaviše, oni nude atraktivnu alternativu oročenim

depozitima za različite tipove investitora, obezbeđujući pristup raznovrsnim i potencijalno većim domaćim i međunarodnim investicionim strategijama. Važno je naglasiti da se trenutni nedostatak investicionih mogućnosti na kosovskim tržištima kapitala može lako rešiti prihvatanjem međunarodnih investicionih strategija. Lokalni fondovi, koji rade unutar ovog okvira, imaju mogućnost da investiraju kako na lokalnom tako i na međunarodnom nivou, efikasno proširujući spektar investicionih opcija za lokalne investitore. Štaviše, lokalni fondovi specijalizovani za instrumente kamatnih stopa mogu igrati ključnu ulogu na lokalnom tržištu, uključujući tržište državnih obveznica, ubrizgavajući veću aktivnost i likvidnost u ove segmente. Ovo, zauzvrat, može doprineti opštem razvoju i dinamici tržišta kapitala Kosova.

Regulatorni okvir za alternativne investicione fondove biće zasnovan na AIFMD. Ističe se da AIFMD, za razliku od UCITS direktive, ne reguliše investicione fondove. Umesto toga, AIFMD se bavi ovlašćenjima, uslovima poslovanja i zahtevima transparentnosti koji se primenjuju na menadžere alternativnih investicionih fondova. Pored toga, pošto je AIFMD fokusiran na praćenje sistemskih rizika, ima visok prag sredstava pod upravljanjem pod kojim su menadžeri alternativnih investicionih fondova izuzeti od zahteva AIFMD-a. Međutim, preporučljivo je razmotriti stvaranje prilagođenog, minimalnog regulatornog okvira posebno dizajniranog za određene vrste investicionih fondova sa najvećim potencijalom za razvoj, kao što su privatni kapital, rizični kapital i fondovi za nekretnine. Ovaj okvir bi uključivao osnovni skup pravila vezanih za investicionu politiku i upravljanje. Čineći to, Kosovo može da odgovori na jedinstvene potrebe ovih specijalizovanih investicionih sredstava i da promoviše njihov rast. Uspostavljanje regulatornog okvira za alternativne investicione fondove poslužiće kao most koji povezuje mala i srednja preduzeća (MSP) sa investitorima. To će stvoriti povoljno okruženje za razvoj profesionalno upravljanih fondova privatnog kapitala i rizičnog kapitala, efektivno poboljšavajući pristup kapitalu za MSP. Pored toga, ovaj okvir može pomoći u privlačenju međunarodnog finansiranja za inicijative koje postavljaju temelje za lokalni ekosistem rizičnog kapitala, dalje promovišući inovacije i ekonomski rast na Kosovu.

2.4. Regulatorna provera konkurentnosti

Strateški cilj naveden u ovom koncept dokumentu je stvaranje regulatornog okvira koji podstiče razvoj tržišta kapitala i usklađuje se sa pravnim tekovinama Evropske unije, koristeći praktičan pristup koji se prilagođava trenutnom stanju razvoja i specifičnim potrebama lokalnog tržišta.

EU je postavila dugoročni cilj da uspostavi jedinstveno i globalno konkurentno finansijsko tržište. Da bi se to postiglo, EU je opsežno regulisala ovu oblast nizom zakonodavnih akata. Konkretno, EU je favorizovala usvajanje propisa u odnosu na direktive u protekloj deceniji. Propisi, koji se direktno primenjuju, obezbeđuju konzistentno regulatorno okruženje u svim državama članicama i sprečavaju regulatornu arbitražu. Osnivanje Evropske agencije za hartije od vrednosti i tržišta (ESMA) predstavlja značajan korak ka postizanju cilja EU o stvaranju Jedinstvenog pravilnika, koji predstavlja sveobuhvatan i jedinstven regulatorni okvir za tržišta kapitala širom EU.

Sledeći deo ovog odeljka predstavlja nalaze komparativne analize regulatornih okvira u Albaniji, Crnoj Gori i Hrvatskoj, pružajući vredan uvid u to kako ove susedne zemlje pristupaju i regulišu svoja tržišta kapitala. Sve tri zemlje kao kandidati ili članice EU dele sličan okvir. Ova komparativna analiza može poslužiti kao dragocena referentna tačka za oblikovanje sopstvenog regulatornog okvira Kosova u skladu sa najboljom praksom.

Albanija, kao kandidat za članstvo u EU, napravila je značajne korake u usklađivanju svog zakonodavstva sa pravnim tekovinama Unije. Okvir koji reguliše tržišta kapitala u Albaniji obuhvata nekoliko ključnih zakona, uključujući:

- Zakon o tržištu kapitala: Ovaj zakon pokriva širok spektar aspekata, uključujući investicione firme i mesta trgovanja, javnu ponudu hartija od vrednosti, mere za sprečavanje zloupotrebe tržišta, centralne depozitare hartija od vrednosti (CDH) i šemu kompenzacije za investitore. Takođe obezbeđuje sveobuhvatan regulatorni okvir za funkcionisanje tržišta kapitala zasnovanog na DTFI II.
- Zakon o preuzimanju privrednih društava sa javnom ponudom: Ovaj zakon se bavi posebnim pravilima i postupcima koji regulišu sticanje preduzeća sa javno ponuđenim hartijama od vrednosti.
- Zakon o kolektivnim ulaganjima: Ovaj zakon pravi razliku između kolektivnih investicionih preduzeća sa javnom ponudom i investicionih društava sa privatnom

ponudom. Međutim, važno je napomenuti da zakon ne daje detaljne odredbe u vezi sa politikom ulaganja investicionih kompanija sa privatnom ponudom. Umesto toga, predviđa da će regulator doneti propise o ovom pitanju. Vredi istražiti da li su ovi propisi lako dostupni kako bi se osigurala transparentnost i regulatorna jasnoća.

Crna Gora, kao zvanična zemlja kandidat za članstvo u EU od 2012. godine, posvećena je usklađivanju svog zakonodavstva sa pravnim tekovinama Unije. U oblasti tržišta kapitala, crnogorski regulatorni okvir je razgraničen sa nekoliko ključnih zakona, koji uključuju:

- Zakon o tržištu kapitala: Ovaj sveobuhvatni zakon integriše različite odredbe iz ključnih propisa EU, kao što su MiFID II, PR, TD, MAR, CSDR i SFD. To odražava posvećenost Crne Gore da svoje propise tržišta kapitala uskladi sa evropskim standardima. Međutim, važno je napomenuti da Crna Gora tek treba da inkorporira složene propise o kapitalnim zahtevima iz IFD i IFR u svom nacionalnom zakonodavstvu.
- Zakon o investicionim fondovima: Ovim zakonom utvrđuju se propisi kojima se uređuju investicioni fondovi u Crnoj Gori. Pošto su odredbe Direktive o UCITS i AIFMD spojene, regulatorni zahtevi nametnuti UAIF-ovima u Crnoj Gori su strožiji u poređenju sa standardima AIFMD.
- Zakon o ponudama za preuzimanje: Ovaj zakon opisuje pravila i procedure u vezi sa ponudama za preuzimanje, pružajući strukturirani okvir za upravljanje takvim transakcijama i zaštitu manjinskih akcionara.
- Zakon o dobrovoljnim penzijskim fondovima: Ovaj zakon se odnosi na osnivanje i rad dobrovoljnih penzijskih fondova, doprinoseći razvoju dugoročne štednje i penzijskih odredbi u Crnoj Gori.

Hrvatska je, kao država članica EU od 2013. godine, postigla punu usklađenost svog zakonodavnog okvira u oblasti tržišta kapitala sa zahtevima EU. Hrvatska je odlučila da zadrži jedinstveni zakon o tržištu kapitala. Međutim, važno je napomenuti da se određeni propisi kao što su MAR, CSDR i UR primenjuju direktno i nisu integrisani u Zakon o tržištu kapitala. Ovaj pristup, uz obezbeđivanje usaglašenosti sa standardima EU, može učiniti zakon nepotpunim i izazovnim za razumevanje kao samostalan dokument. Ipak, direktna primena propisa EU obezbeđuje usklađenost sa standardima EU.

U domenu investicionih fondova, Hrvatska se odlučila za implementaciju dva odvojena zakona, usklađena sa modelom prihvaćenim u EU. Naime, Hrvatska je dizajnirala različite regulatorne režime za AIF i UCITS. Pored toga, Hrvatska je uspostavila tri kategorije UAIF-ova: male, srednje i velike. Zakon je u potpunosti primenjiv na „velike UAIF-ove“, dok mali i srednji UAIF-ovi, koji su ispod praga minimalne imovine pod upravljanjem navedenog u AIFMD-u, imaju koristi od određenih izuzetaka.

Usklađivanje kosovskog zakonodavstva sa pravnim tekovinama Unije je značajan strateški cilj koji će regulatorni okvir Kosova učiniti kompatibilnim sa međunarodnim standardima i lako razumljivim međunarodnim investitorima. Propisi EU navedeni u tabeli 3, kao što je pomenuto u odeljku 1.3.1, trebaju imati prioritet u ovom procesu usklađivanja.

Pragmatičan pristup je, kako je naglašeno, od suštinskog značaja u ovom usklađivanju. To znači da nacionalno zakonodavstvo Kosova treba da izbegava inkorporiranje odredbi koje ili nisu primenljive, jer se odnose na interakcije između država članica EU u okviru jedinstvenog tržišta, ili nisu pogodne za trenutnu fazu razvoja na lokalnom tržištu. Ovaj pristup osigurava da je regulatorni okvir prilagođen specifičnim potrebama i uslovima Kosova, olakšavajući efikasnu implementaciju i usklađenost uz izbegavanje nepotrebnih složenosti. Fokusirajući se na relevantne i primenljive propise EU i prilagođavajući ih lokalnom kontekstu, Kosovo može da stvori regulatorno okruženje koje podržava rast njegovih tržišta kapitala, podstiče investicije i podstiče ekonomski razvoj na način koji je u skladu sa evropskim standardima i praksom.

3. OPCIJE

3.1. 1 Opcija : “Opcija Bez Promene”

„Opcija bez promene“ ima značajne posledice za ekonomski razvoj i finansijskog okruženja na Kosovo. Prema ovom scenariju, efekti uključuju:

- Ograničen pristup dugoročnom finansiranju: Poslovne organizacije na Kosovu će nastaviti da se suočavaju sa ograničenjima u pristupu dugoročnom finansiranju sa tržišta kapitala. Ovo ograničenje ometa njihovu sposobnost da obezbede neophodne resurse za rast i inovativne projekte. Kao rezultat toga, preduzeća mogu funkcionisati ispod svog punog potencijala, kojim će izazivati poteškoće za ekonomski razvoj i otvaranje novih radnih mesta.
- Ograničene mogućnosti ulaganja: Većina stanovništva će ostati ograničena na ograničene mogućnosti ulaganja, prvenstveno oročene depozite u bankama. Ovaj nedostatak diversifikovanih mogućnosti ulaganja znači da pojedinci mogu propustiti potencijal za veće prinose i prednosti diversifikacije portfolija. To takođe utiče na ukupnu sposobnost finansijske veštine i kulturu ulaganja na Kosovu.
- Zastoj tržišta kapitala: Tržišta kapitala na Kosovu, posebno tržište državnih obveznica, doživeće zastoj. Odsustvo institucionalnih investitora i drugih tržišnih posrednika mimo trenutnih igrača ograničava likvidnost i efikasnost tržišta. Ovaj nedostatak rasta i dinamike na tržištima kapitala ometa sposobnost vlade i drugih subjekata da prikupe kapital za različite inicijative.

Ukratko „Opcija bez promene“ predstavlja rizik od ograničavanja ekonomskog rasta i finansijskog razvoja u Republici Kosovo. Ovo naglašava važnost sprovođenja proaktivne strategije za razvoj i unapređenje lokalnih tržišta kapitala, širenje mogućnosti ulaganja i stimulisanje inovacija i širenje ekonomije . Tačnije, pod „Opcijom bez promene“ preduzeća ne bi mogla da izdaju obveznice ili akcije kojima se trguje na tržištima kapitala ne bi postojao zakonski okvir za stvaranje investicionih fondova, a banke i NBFi ne bi imale set pravila za obavljanje aktivnosti i usluga na tržištu kapitala.

3.2. 2 Opcija : Unapređenje Implementacije i Sprovođenja

Opcija unapređenja implementacije i sprovođenja postojećih pravila, iako je razuman pristup u mnogim slučajevima, možda neće biti održiva u kontekstu razvoja sveobuhvatnog regulatornog okvira za kosovsko tržište kapitala. Ova opcija izgleda manje održiva iz nekoliko ključnih razloga:

- **Nedostaje ključno zakonodavstvo:** Kosovu nedostaje nekoliko ključnih zakona koji su od suštinskog značaja za stvaranje snažnog i sveobuhvatnog regulatornog okvira za tržišta kapitala. Bez ovih sveobuhvatnog zakona koji se bave temama kao što su izdavanje hartija od vrednosti, zloupotreba tržišta, transparentnost i još mnogo toga, bilo bi izazovno značajno unaprediti postojeći okvir.
- **Neadekvatna regulatorna jasnoća:** Iako bi CBK potencijalno mogla da usvoji neke uredbe kako bi pružila više jasnoće u vezi sa investicionim uslugama i aktivnostima dozvoljenim prema postojećim zakonima, ove uredbe mogu imati ograničen uticaj i možda neće rešiti kritične praznine u regulatornom okviru. Nedostatak sveobuhvatnog zakonodavstva bi i dalje ishodilo nekompletnim i neizvesnim regulatornim okruženjem.
- **Ograničena dodata vrednost:** Pokušaj da se poboljša implementacija i sprovođenje postojećih pravila bez rešavanja osnovnih zakona koji nedostaju verovatno bi ponudio minimalnu dodatnu vrednost u poređenju sa „Opcijom bez promene“. Nedostatak ključnih uredba ometao bi ukupnu efikasnost napora da se unapredi postojeći okvir.

Tačnije, u okviru ove opcije, CBK bi usvojila podzakonske akte koji obezbeđuju jasniji okvir za banke i NBFi za pružanje investicionih usluga koje su trenutno navedene u Zakonu br. 04/L-093. Međutim, preduzeća i dalje ne bi bila u mogućnosti da izdaju obveznice i akcije kojima se trguje na tržištima kapitala i još uvek ne bi postojao okvir za osnivanje investicionih fondova. Kao rezultat toga, banke i NBFi bi mogle da ponude samo ograničen spektar usluga svojim klijentima, uglavnom zasnovanih na stranim hartijama od vrednosti i proizvodima. U svetlu ovih ograničenja, čini se da je najizvodljiviji put za Kosovo razvoj novog zakonodavstva koje se bavi kritične praznine i stvara sveobuhvatan regulatorni okvir. Ovaj pristup pruža čvršću osnovu za podsticanje razvoja tržišta kapitala, privlačenje investicija i podršku ekonomskom rastu u zemlji.

3.3. 3 Opcija: Usvajanje Sveobuhvatnog Regulatornog Okvira o Tržištima Kapitala na Kosovu

Sveobuhvatni regulatorni okvir za tržišta kapitala na Kosovu je od suštinskog značaja za rešavanje uočenih regulatornih nedostataka i stimulisanje razvoja tržišta. Ovaj pristup obuhvata specifične ciljeve navedene u Odeljku 2.3, koji imaju za cilj da isprave probleme i ponude potencijalna rešenja za postojeća tržišna ograničenja, posebno nedostatak tržišnih podsticaja za uspostavljanje infrastrukture za trgovanje i posle trgovanja.

Odeljak 6 bavi se analizom različitih opcija dostupnih u okviru ovih specifičnih ciljeva, uključujući:

- Izbor regulatorne institucionalne strukture: Ovo uključuje određivanje najpovoljnijeg regulatornog organa za tržišta kapitala na Kosovu, koji bi se mogao zasnivati na različitim modelima koji se primenjuju širom EU.
- Lokacija Centralnog registra: Odluka o lokaciji i funkcionisanju Centralnog registra je ključna za prevazilaženje tržišnih nedostataka i obezbeđivanje bezbednog i efikasnog poravnanja finansijskih transakcija.
- Stvaranje berze hartija od vrednosti: Osnivanje berze hartija od vrednosti predstavlja vitalni korak u obezbeđivanju platforme za listing i trgovanje finansijskim instrumentima. Pravni oblik, lokacija i rad takve berze mogu uticati na likvidnost, dostupnost i ulaganje hartija od vrednosti.
- Lokacija šeme naknade za investitore: Izrada i lociranje šeme naknade investitora je od suštinskog značaja za zaštitu interesa investitora. Ova struktura obezbeđuje da su investitori zaštićeni u slučaju nesolventnosti investicione firme.
- Struktura regulatornog okvira tržišta kapitala: Određivanje strukture regulatornog okvira za tržišta kapitala svodi se na izbor između jedinstvenog zakona o tržištu kapitala ili nekoliko samostalnih zakona.
- Struktura okvira za investicione fondove: Utvrđivanje strukture okvira za investicione fondove u suštini se svodi na to da li da se usvoji jedinstven sveobuhvatni zakon koji pokriva sve vrste investicionih fondova ili da se uspostave posebni zakoni za UCITS i AIF.

- U zaključku, stvaranje sveobuhvatnog regulatornog okvira za tržišta kapitala na Kosovu uključuje donošenje informisanih odluka o ovim različitim komponentama. Ovi izbori će oblikovati razvoj tržišta, poslovanje i njegovu privlačnost za investitore i učesnike na tržištu.

4. IDENTIFIKACIJA I PROCENA BUDUĆIH UTICAJA OPCIJA

4.1. Ekonomski, Socijalni i Uticaji na Životnu Sredinu

Kao što je opisano u odeljku 3, 1 i 2 opcija ne donose nikakve relevantne promene na kosovska finansijska tržišta i ne stvaraju nikakav značajan uticaj, osim negativnih efekata koje smanjeni pristup dugoročnom finansiranju za preduzeća može imati na ekonomiju. Očekuje se da će primena 3 opcije i naknadno stvaranje sveobuhvatnog okvira tržišta kapitala na Kosovu ishoditi različitim ekonomskim uticajima prikazanim u sledećoj tabeli 7, dok se društveni uticaji prvenstveno odnose na otvaranje radnih mesta. Nisu uočeni značajni uticaji na životnu sredinu ili unakrsni uticaji. Detaljan pregled uticaja može se naći u Aneksu 4.

Tabela 7: Budući uticaji preporučeni opcije (3 opcija)

Odeljak	
1) Ekonomski uticaji	
Radna mesta	Očekuje se da će povećani pristup preduzeća dugoročnom finansiranju preko tržišta kapitala povećati rast i konkurentnost kompanija, a samim tim i povećati broj raspoloživih radnih mesta i nivo plata.
Obavljanje poslova	Pružajući alternativu bankarskom finansiranju, posebno za duže rokove i rizičnije projekte, razvoj tržišta kapitala će generisati pozitivan efekat na pristup finansijama preduzeća. Uspešan razvoj fondova rizičnog kapitala takođe može podržati početnu scenu i pomoći u stvaranju novih preduzeća.
Administrativne obaveze	Nije primenljivo. Samo preduzeća koja dobrovoljno pristupaju tržištima kapitala za finansiranje moraće da ispune povećane obaveze u vezi sa transparentnošću...
Konkurentnost	Dugoročno finansiranje putem tržišta kapitala verovatno će povećati ulaganja u istraživanje i razvoj. Iako tržišta kapitala uglavnom privlače veće kompanije, MSP mogu biti pogođeni kroz stvaranje alternativnih investicionih fondova.
Investicije	Povećani pristup preduzećima dugoročnom finansiranju putem tržišta kapitala verovatno će povećati ulaganja u nove aktivnosti. Pokretanje lokalnih privatnih kapitalnih i rizičnih kapitalnih fondova takođe može olakšati ulaganja od strane dijaspore. MSP će moći da pristupe novim izvorima finansiranja, uključujući izdavanje hartija od vrednosti, koristeći prednosti specifičnih „lakih

	režima“. Takođe će profitirati od ulaganja alternativnih investicionih fondova. Tokom procesa konsultacija sa zainteresovanim stranama, MSP su pozdravila reformu. Kampanje podizanja svesti i finansijskog obrazovanja biće usmerene na MSP nakon usvajanja relevantnih zakona
Ukupan ekonomski razvoj	Olakšan pristup dugoročnom finansiranju preko tržišta kapitala će verovatno imati pozitivne efekte na ekonomski rast.
1) Društveni uticaji	
Radna mesta	Očekuje se da će povećani pristup preduzeća dugoročnom finansiranju preko tržišta kapitala povećati rast i konkurentnost kompanija, a samim tim i povećati broj raspoloživih radnih mesta i nivo plata.
2) Uticaj na životnu sredinu	Nije uočen uticaj na životnu sredinu
3) Međusektorski uticaj	Nije uočen uticaj međusektora

4.2. Plan impementacije

Plan implementacije 3 Opcije predstavljen na sledećoj tabeli je razvijen na osnovu ciljeva iz Tabele 6, specifičnih ciljeva predstavljenih u Odjeljku 2.3., i aktivnosti predviđenih za implementaciju.

Tabela 8: Plan implementacije za 3 opciju

Cilj politike	Povećati dostupnost finansiranja tržišta kapitala za preduzeća na Kosovu				
Strateški cilj	Stvoriti sveobuhvatan, podržavajući i usklađen regulatorni okvir za tržišta kapitala				
	Rezultat, aktivnosti, godina i odgovorna organizacija				
Specifični cilj 1: Pojava tržišta korporativnih obveznica	Nalaz 1.1: Regulatorni okvir koji dozvoljava izdavanje korporativnih obveznica		1 Godina	2 Godina	Odgovorna organizacija
		Aktivnost 1.1.1.	Izmena Zakona br. 06/L-016		MIET
		Aktivnost 1.1.2.	Uneti neophodne odredbe u regulisanju tržišta kapitala		MFLT

		Aktivnost 1.1.3.	Saopštenje ciljnoj publici o promenama		
Specifični cilj 2: Stvoriti okvir tržišta kapitala	Nalaz 2.1: Zakon o tržištu kapitala		1 Godina	2 Godina	Odgovorna organizacija
		Aktivnost 2.1.1.	Nacrt novog zakona o tržištu kapitala		MFLT
		Aktivnost 2.1.2.	Izmena Zakona br. 04/L-093		MFLT
		Aktivnost 2.1.3.		Usvojiti uredbe	CBK
		Aktivnost 2.1.4.		Povećati kapacitet regulatora	CBK
		Aktivnost 2.1.5.		Saopštenje ciljnoj publici o promenama	MFLT/CBK
	Nalaz 2.2: Uspostavljena šema zaštite investitora	Aktivnost 2.2.1.	Izmena Zakona br. 03/L-216		MFLT
		Aktivnost 2.2.2.		Usvojiti novi statut FSDK, pravila i uredbe	FSDK
	Nalaz 2.3: Uredbe koje se odnose na CSD i SSS u potpunosti usklađeni sa EU i međunarodnim standardima	Aktivnost 2.3.1.	Izmena Zakona br. 04/L-155		MFLT
		Aktivnost 2.3.2.		Prevesti FCD u nacionalno zakonodavstvo o Kosova	Da se odredi
		Aktivnost 2.3.3.		Saopštenje ciljnoj publici o promenama	
	Nalaz 2.4.: Centralni registar i SSS prilagođeni za uključivanje korporativnih hartija od vrednosti	Aktivnost 2.4.1.		Adapt existing CSD and SSS in the CBK to include corporate securities	CBK
		Aktivnost 2.4.2.		Saopštenje ciljnoj publici o promenama	CBK
	Nalaz 2.5.: Platforma za trgovanje	Aktivnost 2.5.1.		Uspostaviti platformu za trgovanje sa	CBK

	prilagođena da uključuje korporativne dužničke instrumente			pravilima koja će osigurati mogućnost ulaganja u lokalne korporativne hartije od vrednosti od strane glavnih institucionalnih investitora.		
		Aktivnost 2.5.2.		Saopštenje ciljnoj publici o promenama	CBK	
Specifični cilj 3: Stvoriti okvir investicionih fondova			1 Godina	2 Godina	Odgovorna organizacija	
	Nalaz 3.1.: Zakon o javno ponuđenim investicionim fondovima koji ulažu u prenosive hartije od vrednosti	Aktivnost 3.1.1.	Nacrt novog zakona o javno ponuđenim investicionim fondovima koji ulažu u prenosive hartije od vrednosti			MFLT
		Aktivnost 3.1.2.			Usvojiti uredbe	CBK
		Aktivnost 3.1.3.			Povećati kapacitet regulatora	CBK
		Aktivnost 3.1.4.			Saopštenje ciljnoj publici o promenama	MFLT/CBK
	Nalaz 3.2.: Zakon o alternativnim investicionim fondovima	Aktivnost 3.2.1.			Nacrt novog zakona o alternativnim investicionim fondovima	MFLT
		Aktivnost 3.2.2.			Usvojiti uredbe	CBK
		Aktivnost 3.2.3.			Povećanje kapacitet regulatora	CBK
		Aktivnost 3.2.4.			Saopštenje ciljnoj publici o promenama	MFLT/CBK

Detaljno razmatranje pojedinačnih zakona EU koji će biti transponovani u kosovski zakonodavni okvir predstavljen je u Aneksu 5.

Na kraju, naglašava se da Zakon br. 03/L-209 zahteva prethodnu konsultaciju sa CBK pre bilo kakvih zakonskih promena o pitanjima koja se odnose na ciljeve ili oblast nadležnosti CBK.

Plan implementacije za 2 opciju predstavljen je u sledećoj tabeli 9.

Tabela 9: Plan implementacije za 2 opciju

Cilj politike	Unapređenje sprovođenja postojećih uredba				
Strateški cilj	Pojasniti pravni okvir za pružanje usluga i aktivnosti banaka u NBFI u okviru važećeg Zakona 04/L-093				
	Nalaz, aktivnosti , godina , odgovorna organizacija				
Specifični cilj 1: Stvaranje pravila o čuvanju hartija od vrednosti od strane banaka	Nalaz 1.1: Uredba o čuvanju i upravljanju hartijama od vrednosti od strane banaka		1 Godina	2 Godina	Odgovorna organizacija
		Aktivnost 1.1.1.	Izraditi i usvojiti Uredbu		CBK
		Aktivnost 1.1.2.	Saopštenje ciljnoj publici o promenama		CBK
		Aktivnost 1.1.3.	Izgradnja kapaciteta u CBK		CBK
Specifični cilj 2: Izrada pravila za kupovinu i prodaju finansijskih instrumenata od strane banaka za račun klijenata	Nalaz 2.1: Uredba o izvršavanju naloga u ime klijenata		1 Godina	2 Godina	Odgovorna organizacija
		Aktivnost 2.1.1.	Izraditi i usvojiti Uredbu		CBK
		Aktivnost 2.1.2.	Saopštenje ciljnoj publici o promenama		CBK
		Aktivnost 2.1.3.	Izgradnja kapaciteta u CBK		CBK
Specifični cilj 3: Kreiranje pravila za upravljanje portfoliom i savetovanje o investicijama	Nalaz 3.1.: Uredba o upravljanju portfoliom i uslugama investicionog savetovanja koje pružaju banke i NBFI		1 Godina	2 Godina	Odgovorna organizacija
		Aktivnost 3.1.1.		Izraditi i usvojiti Uredbu	CBK
		Aktivnost 3.1.2.		Saopštenje ciljnoj publici o promenama	CBK
		Aktivnost 3.1.3.		Izgradnja kapaciteta u CBK	CBK
Specifični cilj 4: Stvaranje pravila			1 Godina	2 Godina	Odgovorna organizacija

za preuzimanje i distribuciju dužničkih hartija od vrednosti	Nalaz 4.1.: Uredba o preuzimanju i distribuciji hartija od vrednosti koje daju banke i NBFI	Aktivnost 4.1.1.		Izraditi i usvojiti Uredbu	CBK
		Aktivnost 4.1.2.		Saopštenje ciljnoj publici o promenama	CBK
		Aktivnost 4.1.3.		Izgradnja kapaciteta u CBK	CBK

Imajte u obzir da bez stvaranja odgovarajućeg regulatornog okvira koji zahteva da izdate korporativne hartije od vrednosti budu uključene u Centralni registar hartija od vrednosti i SSS, i bez pravnog okvira za izdavanje hartija od vrednosti, Specifični cilj 4 iz tabele 9 bilo bi uzaludna vežba kao korporativne hartije od vrednosti ne mogu biti problemi u praksi. Takođe, ističe se da bi, osim državnih obveznica koje emituje Vlada, sve ostale aktivnosti bile ograničene na strane instrumente.

4.3. Budžetski Uticaji

Za 3 opciju, uticaji na budžet su projektovani tako da uključuju tipične troškove vezane za razvoj, izradu i prezentaciju novih zakona. Pored toga, regulator tržišta kapitala će snositi troškove u vezi sa izgradnjom novih ili prilagođavanjem postojećih sistema izveštavanja i kapaciteta u pogledu ljudskih resursa kako bi ispunio svoje odgovornosti. Naglašava se da regulatori tržišta kapitala obično imaju moć da naplaćuju naknade od učesnika na tržištu za finansiranje njihovih aktivnosti. Ovo je takođe slučaj na Kosovu gde prema članu 70 Zakona br. 03/L-209, CBK može da naplaćuje razumne naknade i naplate za usluge koje pruža i zadatke koje obavlja. Konačno, subjekt koji upravlja Centralnim registrom i SSS snosiće troškove vezane za nabavku novog sistema ili prilagođavanje postojećeg sistema.

Sledeća tabela 10 predstavlja regulatorne i nadzorne zahteve nametnute regulatornim organima tržišta kapitala i procenu potrebnih resursa na osnovu zakonodavstva EU iz tabele 3. Kao što je opisano u odeljcima 6.1., 6.2., i 6.3. ukupni troškovi mogu mnogo zavisiti od izbor regulatorne institucionalne strukture, lokaciju Centralnog registra i izbor platforme za trgovanje.

Tabela 7: Aktivnosti i odgovornosti regulatora tržišta kapitala po 3 Opciji

Naziv zakonodavnog akta	Odgovornosti	Procenjeni izvori
-------------------------	--------------	-------------------

<p>Direktiva 2014/65/EU (MiFID II)</p>	<p>Ovlašćenje investicionih društava, njihovog organa upravljanja, akcionara sa kvalifikovanim učešćem.</p> <p>Procena usaglašenosti sa uslovima poslovanja i pravilima poslovanja investicionih društava.</p> <p>Ovlašćenje regulisanih tržišta, njihovog organa upravljanja i lica koja imaju značajan uticaj.</p> <p>Procena usklađenosti sa zahtevima organizacije.</p>	<p>Pod pretpostavkom da u Republici Kosovo za sada neće postojati regulisano tržište (berza) i da će većinu aktivnosti i usluga tržišta kapitala obavljati banke koje su ionako pod nadzorom CBK-a, procenjuje se da će biće potrebno najmanje troje zaposlenih ako se uspostavi poseban organ, ili dva ako se nadzor vrši unutar CBK-a.</p> <p>Imajte u obzir da ako se stvori novo regulatorno telo, njegov opseg odgovornosti treba da bude jasno razgraničen od odgovornosti CBK-a u pogledu aktivnosti na tržištu kapitala koje obavljaju banke.</p>
<p>Direktiva (EU) 2019/2034 (IFD) i Uredba (EU) 2019/2033 (IFR)</p>	<p>Procena usaglašenosti sa kapitalnim zahtevima.</p>	<p>Procenjuje se da bi osoblje pomenuto u MiFID II gore moglo da obavlja ovu aktivnost (adekvatnost kapitala banaka se reguliše isključivo bankarskom regulativom, pa bi samo nezavisnim investicionim firmama bilo potrebno dodatno zaduživanje.</p>
<p>Uredba (EU) 596/2014 (MAR) i Direktiva 2014/57/EU (CSMAD)</p>	<p>Otkrivanje zloupotreba tržišta i istraživanje sumnjivih transakcija.</p> <p>Procena usaglašenosti sa zahtevima poslovanja u okviru izdavaoca i finansijskih institucija (liste insajdera, izveštavanje o transakcijama menadžera, sondiranje tržišta itd.).</p>	<p>Pod pretpostavkom da za sada neće biti berze, procenjuje se da bi ovu delatnost mogla da obavlja još jedna osoba. Imajte na umu da su državne obveznice trenutno jedini instrument koji potpada pod regulativu o zloupotrebi tržišta i da trgovinu državnim obveznicama nadgleda CBK.</p>
<p>Uredba (EU) 2017/1129 (Uredba o prospektu)</p>	<p>Odobrenje prospekta izdatih od strane emitenata.</p> <p>Nadzor nad ispunjavanjem uslova u vezi sa oglašavanjem prospekta.</p>	<p>Procenjuje se da bi jedno lice moglo da obavlja ovu delatnost u okviru organa za tržište kapitala. Procenjuje se da će broj prospekta biti veoma mali, čak i ako tržište korporativnih obveznica bude uspešno, jer će</p>

		<p>većina emisija moći da koristi neke od izuzetaka predviđenih Uredbom o prospektu. Prospekti se izdaju za javne ponude ili prijem u trgovanje na regulisanom tržištu.</p> <p>Imajte u obzir da se tumačenje uloge nadzornih organa u procesu odobravanja u velikoj meri razlikuje od zemlje do zemlje.</p> <p>Većina regulatora će se ograničiti na procenu poštovanja formalnih obaveza ne ulazeći u procenu činjenica predstavljenih u prospektu.</p> <p>Uredba o prospektima ne zahteva od nadležnih organa da pregledaju ili odobre dokumente koji su potrebni kao alternativa prospektima prema nacionalnom zakonodavstvu, kada izdavaoci koriste izuzeće.</p>
Direktiva 2004/109/EC (Direktiva o transparentnosti)	Procena usaglašenosti izdavaoca sa zahtevima transparentnosti.	<p>Procenjuje se da bi ovu delatnost obavljalo lice zaduženo za odobravanje prospekta.</p> <p>Imajte u obzir da se Direktiva o transparentnosti odnosi samo na izdavaoce čije su hartije od vrednosti primljene u trgovanje na regulisanom tržištu (berzi). Ne primenjuje se na hartije od vrednosti kojima se trguje samo na drugim mestima (MTF ili OTF) ili OTC.</p>
Uredba (EU) 909/2014 CSDR	Ovlašćenje CSD-a. Procena usklađenosti CSD-a sa organizacionim zahtevima.	<p>Pod pretpostavkom da će postojati samo jedan Centralni registar u Republici Kosovo, ovlašćenje Centralnog registra je jednokratno. Procenjuje se da bi za nadzor bila potrebna jedna specijalizovana osoba (ne sa punim radnim vremenom) uz podršku IT stručnjaka. Imajte u</p>

		obzir da bi prema scenariju gde bi Centralnim registrom upravljala CBK, dok bi se stvorio poseban organ za tržište kapitala, organ za tržište kapitala bi bio obavezan da nadgleda CBK.
Directive 2009/65/EC (UCITS)	<p>Ovlašćenje UCITS-a, društava za upravljanje i depozitara, spajanja UCITS-a i likvidacije.</p> <p>Procena usklađenosti društava za upravljanje i depozitara sa organizacionim, kapitalnim i uslovima poslovanja.</p> <p>Procena usklađenosti sredstava sa zakonom i prospektom utvrđenim ograničenje ulaganja.</p>	Na osnovu pretpostavke da će u bliskoj budućnosti biti osnovana najviše dva društva za upravljanje i četiri fonda, procenjuje se da bi ovu odgovornost moglo da obavlja troje zaposlenih.
Direktiva 2011/61/EU (AIFMD)	<p>Ovlašćenje AIF-ova, društava za upravljanje i depozitara.</p> <p>Procena usklađenosti društava za upravljanje i depozitara sa organizacionim, kapitalnim i uslovima poslovanja.</p> <p>Procena usklađenosti sredstava sa zakonom i prospektom utvrđenim limitima ulaganja.</p>	Glavni faktor u proceni obima posla u okviru AIFMD zavisi od tretmana menadžera fondova ispod praga koji ne ulaze u delokrug AIFMD-a ⁴⁶ . U slučaju da se usvoji lagani režim, procenjuje se da bi osoblje pomenuto u gorenavedenoj UCITS Direktivi moglo da obavlja ovu aktivnost. U slučaju strožijeg režima koji bi zahtevao od regulatora tržišta kapitala da nadgleda menadžere ispod praga, procenjuje se potreba za dodatnim osobljem od 2 osobe.

⁴⁶ Član 3 AIFMD-a propisuje prag od 500 miliona evra imovine pod upravljanjem (ili 100 miliona evra ako fondovi primenjuju finansijski leveridž) pod kojim menadžeri fondova imaju samo obavezu da se prijave nadležnim organima. Države članice su ovlašćene da nameću strože zahteve.

5. KOMUNIKACIJA I KONSULTACIJE

Dokument Koncepta prošao je kroz preliminarne i javne konsultacije.

Dokument Koncepta je dostavljen na preliminarne konsultacije 12. avgusta 2024. godine. Proces je trajao petnaest (15) radnih dana. Tokom ovog perioda, Radna grupa je primila i obradila komentare od sledećih institucija: Centralna banka Kosova, Kancelarija premijera i Trezor Kosova.

Dokument Koncepta je dostavljen na javne konsultacije 7. novembra 2024. godine, putem elektronske pošte i objavljivanja na online platformi za javne konsultacije. Proces javnih konsultacija trajao je petnaest (15) radnih dana, završavajući 27. novembra 2024. godine. Tokom ovog procesa, Radna grupa je primila i obradila komentare od sledećih zainteresovanih strana:

- Genc Maloku – Građanin
- Berat Isa – Građanin
- Emanuel Bajra – Građanin
- Meti Jashanica – Građanin
- Fondacija za civilno društvo Kosova (KCSF)
- Raiffeisen Bank of Kosovo
- Evropska banka za obnovu i razvoj (EBRD)

6. UPOREĐENJE OPCIJA

Sledeći delovi pružaju teorijsku osnovu i opravdanost preporučenih rešenja za šest nerešenih pitanja identifikovanih u dokumentu. Preporučene opcije podržane su analizom višekriterijuma (MCA), koja obezbeđuje sveobuhvatnu evaluaciju uzimajući u obzir efikasnost u odnosu na troškove, izvodljivost implementacije, usklađenost sa postojećim tržišnim praksama, kompatibilnost sa postojećom tržišnom infrastrukturom i trenutnu fazu razvoja tržišta. Izbor Regulatorne Institucionalne Strukture

Kao što je istaknuto u odeljku 2.3. „Specifični ciljevi“ telo treba da bude uočeno kao regulatorno telo odgovorno za tržišta kapitala. U literaturi nedostaje konsenzus o značaju institucionalne strukture u regulatornom uspehu ili neuspehu, pošto efikasnost modela zavisi od specifičnog konteksta u kome se primenjuje. Faktori kao što su veličina tržišta, složenost i istaknutost različitih finansijskih segmenata igraju ključnu ulogu u određivanju najpogodnijeg modela. Ne postoji univerzalni pristup i svaki model ima svoje prednosti i mane. Četiri ključna institucionalna regulatorna modela su:

- Institucionalni model: regulatorna vlast se zasniva na pravnoj kategorizaciji finansijskih institucija, kao što su banke, osiguravajuća društva i investicione firme.
- Funkcionalni model: regulatorna nadležnost je određena aktivnostima koje se obavljaju, bez obzira na zakonsku kategorizaciju.
- Integrisani model: jedan organ je odgovoran za regulisanje čitavog finansijskog sektora.
- Model zasnovan na ciljevima: regulatorna nadležnost je određena aktivnostima koje se obavljaju, sa fokusom na ciljeve kao što su finansijska stabilnost i zaštita potrošača.

I institucionalni i funkcionalni model imaju prednosti u pogledu specijalizacije i stručnosti. Međutim, oni se sve više smatraju zastarelim zbog finansijske situacije koja se razvija. Inovacije u finansijama i pojava finansijskih konglomerata zamaglile su granice između različitih segmenata, što je dovelo do regulatornih praznina i nejednakog tretmana sličnih finansijskih proizvoda smeštenih u različitim pravnim strukturama. Štaviše, fragmentacija regulatora zahteva povećanu razmenu informacija i koordinaciju između agencija, što dovodi do sukoba nadležnosti i regulatornih propusta. Fragmentacija takođe skreće pažnju sa zabrinutosti za makroprudencijalnu i finansijsku stabilnost.

Da bi se odgovorilo na ova pitanja, pojavili su se integrisani model i model zasnovan na ciljevima. Integrisani pristup ima za cilj da poboljša razmenu informacija, pruži holistički pogled

na finansijsku industriju i smanji administrativne troškove. Nemački BaFin je primer integrisanog regulatora, ali integrisani regulatori su takođe uobičajeni u manjim nadležnostima.

Model „twin peaks“-a, čiji su primeri Holandija i Australija, razdvaja makroprudencijalnu regulativu od zaštite potrošača. Velika Britanija je usvojila sličan pristup 2013. godine osnivanjem Uprave za finansijsko ponašanje (FCA) i Prudential Regulatori Authority (PRA), koja deluje u okviru Banke Engleske.

Tabela 13: Pregled regulatornih modela koji postoje u državama članicama EU i zemljama JIE

Integrisani model	Institucionalni model*	Tvin-peaks model
U okviru centralne banke	Bugarska	Belgija
Češka Republika	Grčka	Holandija
Republika Irska	Spain	
Letonija	Francuska	
Litvanija	Hrvatska	
Mađarska	Italija	
Slovačka	Kipar	
	Luksemburg	
Odvojena institucija	Portugal	
Danska	Rumunija	
Nemačka	Slovenija	
Estonia	Severna Makedonija	
Malta	Srbija	
Austrija	Crna Gora	
Poljska	Albanija	
Finland		
Sveden		

* Podela dužnosti po institucionalnim linijama može biti veoma različita u zavisnosti od zemlje
Izvor: veb stranica nacionalnih finansijskih regulatora

Kada se raspravlja o institucionalnoj strukturi finansijske regulative, još jedno kritično razmatranje je lokacija finansijskog regulatora:

- Vlada: Smatra se neoptimalnim zbog zabrinutosti oko operativne i političke nezavisnosti.
- Centralna banka: Pojavljuje zabrinutost zbog sukoba interesa između monetarne politike i nadzornih odgovornosti. Pored toga, empirijske studije sugerišu da centralne banke imaju tendenciju da daju prioritet bankarskoj i finansijskoj stabilnosti u odnosu na razvoj tržišta kapitala ili drugih segmenata finansijskog tržišta. Međutim, centralne banke često imaju jaču institucionalnu nezavisnost i dublje razumevanje sistemskih rizika.
- Nezavisna regulatorna agencija: Pruži operativnu nezavisnost, ali se može suočiti sa izazovima vezanim za resurse i stručnost.

U zaključku, ne postoji univerzalno superioran model finansijske regulative. Veličina tržišta, složenost i istaknutost različitih finansijskih segmenata su ključni presudni faktori u odabiru najpovoljnijeg modela. Empirijski dokazi koji podržavaju jedan model u odnosu na drugi su ograničeni, zbog čega je od ključne važnosti da se procene specifične potrebe i ciljevi dotične nadležnosti prilikom donošenja ove odluke.

Integrirani regulatorni model je primenjen na Kosovu kroz trenutni zakonodavni okvir, posebno članove 1, 8 i 23 Zakona br. 03/L-209. Član 23 određuje CBK nadzorna ovlašćenja, dozvoljava osoblju CBK-a ili drugim kvalifikovanim imenovanim licima da posete kancelarije finansijskih institucija da pregledaju evidenciju i nameće obavezu finansijskim institucijama da CBK-u dostave tražene informacije i evidenciju. Ovde se naglašava da regulatori tržišta kapitala takođe moraju da budu u mogućnosti da posete prostorije i pribave dokumente i evidenciju od fizičkih lica, nefinansijskih subjekata i telekom operatera, posebno kada se bave slučajevima zloupotrebe tržišta ili sumnje u prekoračenje pragova za obavezno preuzimanje. ponude. Zbog pitanja zaštite ljudskih prava i privatnosti, neophodne su jasne procedure za saradnju i razmenu informacija sa drugim istražnim i tužilačkim organima.

Zaštita postojećeg integrisanog regulatornog modela unutar CBK-a ima nekoliko ubedljivih argumenata u svoju korist, kao što je navedeno u analizi. Evo rezimea ovih argumenata:

- Mandat i stručnost: CBK već ima mandat da služi kao regulator tržišta kapitala i nadgleda značajne učesnike u finansijskom sektoru, uključujući banke i penzijske fondove. Korišćenjem postojećeg mandata izbegava se potreba za zakonodavnom intervencijom i usklađuje se sa integrisanim pristupom.
- Institucionalno znanje i kapacitet: Tokom vremena, CBK je razvila institucionalno znanje i regulatorni kapacitet. Izgradnja ove postojeće osnove je efikasnija i isplativija od uspostavljanja nove regulatorne institucije od nule.
- Efikasnost resursa: Iako će CBK morati da dodeli dodatne resurse za upravljanje novim odgovornostima, to može učiniti koristeći svoju postojeću infrastrukturu i sposobnosti. Ovaj pristup je posebno povoljan u ranim fazama razvoja tržišta kapitala kada su potražnje za resursima relativno skromne. S druge strane, opcija izgradnje novog regulatornog organa koji se fokusira isključivo na tržišta kapitala nema efekte sinergije i može biti suočena sa

neuporedivo većim troškovima potrebnim za izgradnju adekvatnog IT sistema od nule i nepremostivim poteškoćama u privlačenju osoblja sa dovoljnim razumevanjem tržišta kapitala. Ističe se da bi uspostavljanje novog regulatornog organa za tržište kapitala takođe zahtevalo precizno razgraničenje odgovornosti između CBK-a i ovog novog organa, jer bi banke nastavile da obavljaju aktivnosti i usluge tržišta kapitala.

- **Finansijska nezavisnost:** Centralne banke obično uživaju snažnu institucionalnu i finansijsku nezavisnost. Ova nezavisnost može biti korisna tokom početnih faza razvoja tržišta kapitala, pružajući stabilnost i poverenje učesnicima na tržištu. Ističe se da regulator tržišta kapitala osnovan kao nezavisna agencija najverovatnije u narednim godinama neće moći da pokrije svoje troškove naplaćivanjem naknada tržištu. Ovo bi moglo ne samo da stvori troškove za državni budžet, već i da smanji šanse za izgradnju nadležnog regulatora.

Vredi napomenuti da je stanje tržišta kapitala na Kosovu opisano kao „embrionalno“, što implicira da će zahtevi za resursima za regulaciju i nadzor verovatno biti relativno skromni tokom početnih faza regulatorne reforme. Ovo čini praktičnim za CBK da preuzme dodatne odgovornosti bez značajnih finansijskih opterećenja. Međutim, uspeh ovog pristupa zavisi od sposobnosti CBK-a da efektivno pređe u svoju proširenu ulogu regulatora tržišta kapitala. To bi trebalo da uključi izgradnju kapaciteta, razvoj neophodne ekspertize i uspostavljanje jasnih procedura i procesa za nadzor tržišta kapitala. Pored toga, stalna koordinacija i saradnja sa relevantnim zainteresovanim stranama, uključujući druga regulatorna tela, može poboljšati efikasnost integrisanog regulatornog modela.

U zaključku, čini se da održavanje integrisanog modela unutar CBK-a predstavlja pragmatičan i efikasan način za rešavanje regulisanje tržišta kapitala na Kosovu, s obzirom na postojeće resurse i iskustvo centralne banke. Može doprineti postepenom i održivom razvoju tržišta kapitala u zemlji.

6.1. Lokacija Centralnog Registra Hartija od Vrednosti

Rast finansijskih tržišta doveo je do značajnih promena u načinu rukovanja i prenosa hartija od vrednosti. U početku su finansijski instrumenti bili predstavljeni kao fizički papirni sertifikati. Međutim, rast obima hartija od vrednosti emitovanih i kojima se trguje zahtevao je efikasniji i

isplativiji metod transakcija. To je dovelo do „imobilizacije“ hartija od vrednosti u centralnim registrima.

Centralizacijom svih papirnih sertifikata na jednom mestu, umesto fizičkih transfera, transakcije bi mogle da se izmiruju knjigovodstvenim upisom u knjige Centralnog registra. Sledeća faza bila je „dematerijalizacija“, gde su emisije hartija od vrednosti postale potpuno bez papira. U ovoj digitalnoj eri, hartije od vrednosti postoje isključivo kao elektronski zapisi i ne postoje fizički sertifikati. Danas, Centralni registar hartija od vrednosti igraju ključnu ulogu u zaštiti integriteta emisija hartija od vrednosti tako što osiguravaju da se hartije od vrednosti ne kreiraju ili brišu slučajno ili prevarom.

U EU, CSDR nalaže da sve prenosive hartije od vrednosti koje su primljene u trgovanje moraju biti dematerijalizovane ili imobilisane. Takođe zahteva da CSD-ovi upravljaju SSS-om i da CSD-ovima upravlja CSD. Pored toga, od centralnih registra se očekuje da obezbede najmanje jednu od dve druge osnovne usluge definisane CSDR: „usluge notara“ i „usluge centralnog održavanja računa hartija od vrednosti na najvišem nivou“.

„Notarska usluga“ podrazumeva početno evidentiranje novonastalih hartija od vrednosti u Centralnom registru. Centralni registar vodi račun za svaku emisiju kako bi obezbedio njen integritet usklađivanjem broja registrovanih hartija od vrednosti sa brojem hartija od vrednosti koje drže učesnici. Centralni registar se zove „CSD izdavaoca“ za hartije od vrednosti za koje pruža usluge notara.

„Usluga centralnog održavanja“ sastoji se od knjiženja hartija od vrednosti na račune otvorene na ime njihovih vlasnika. Preovlađuju dva modela: indirektni model i direktni model. U indirektnom modelu, investitori drže hartije od vrednosti na računima kod finansijskih posrednika, uglavnom kod kastoda. U direktnom modelu, hartije od vrednosti se drže direktno na računima kod Centralnog registra. Važno je istaći da su vlasnička prava investitora u indirektnom modelu zaštićena unošenjem hartija od vrednosti na njihovo ime kod kastodia. Broj posrednika u lancu vlasništva nije teoretski ograničen, naglašavajući važnost zaštite vlasničkih prava radi ublažavanja rizika.

Centralni registri takođe imaju ulogu u integraciji finansijskih tržišta uspostavljanjem veza između centralnih registra. Ove veze omogućavaju učesnicima na tržištu pristup hartijama od vrednosti izdatim u drugim nadležnostima. Uspostavljanje ovakvih veza od "CSD investitora" do "CSD

subjekta" omogućava investitoru Centralnog registra da postane učesnik u Centralnom registru emitenta. Centralni registar investitora na taj način omogućava svojim učesnicima pristup drugim hartijama od vrednosti osim onih za koje sam obavlja notar.

Vlasničke i upravljačke strukture centralnih registra variraju od zemlje do zemlje, pod uticajem istorijskih, regulatornih i faktora specifičnih za tržište. U mnogim zemljama, CSD su istorijski osnivale nacionalne finansijske vlasti kao što su centralna banka ili Ministarstvo finansija. Međutim, nakon deregulisanja finansijskih tržišta 1980-1990-ih, većina evropskih CSD-ova postala su subjekti u privatnom vlasništvu, često pod kontrolom berzi.⁴⁷ Međutim, državno vlasništvo nad CSD-ima nalazi se u Bosni i Hercegovini, Bugarskoj i Hrvatskoj, dok se vlasništvo centralne banke nalazi u Mađarskoj, Kazahstanu, Moldaviji i Crnoj Gori. Neke centralne banke u EU i dalje upravljaju centralnim registrom specijalizovanim za vladina pitanja: Narodnom bankom Belgije,⁴⁸ Bugarskom Narodnom Bankom,⁴⁹ i Banka Albanije.⁵⁰

Zanimljivo je napomenuti da u nekim nadležnostima (npr. Hrvatska i Srbija) Centralni registar nije samo Centralni registar i SSS za hartije od vrednosti kojima se trguje na mestu trgovanja, već je i registar za sve hartije od vrednosti.

Uspostavljanje i rad efikasnog i bezbednog SSS zahteva ne samo odgovarajuću tehničku infrastrukturu već i snažan pravni i regulatorni okvir. SSS funkcionišu u okviru pravnog okvira koji obuhvata različite oblasti prava, uključujući ugovorno pravo, pravo kompanija, zakone o stečaju i nesolventnosti, zakone o starateljstvu i imovinske zakone. Ove zakonske odredbe su neophodne da podrže osnovne principe i operacije SSS, obezbeđujući prinudnost ugovora, zaštitu imovinskih prava i rukovanje hartijama od vrednosti u slučaju nesolventnosti ili bankrota. Pravni okvir takođe podržava čuvanje, prenos i registraciju hartija od vrednosti.

Na osnovu Zakona 04/L-155, CBK je sprovela CSD i SSS kako bi obezbedila neophodnu funkcionalnost za podršku operacijama unutrašnjeg duga Vlade. Ovi sistemi su blisko povezani sa aukcijskim sistemima za primarno tržište i integrisani su sa sistemom bruto poravnanja u realnom vremenu (RTGS) kako bi omogućili DvP za transakcije sa hartijama od vrednosti. Korišćenje sredstava centralne banke za poravnanje ima za cilj da smanji rizik u procesu poravnanja.

⁴⁷ Za informacije o vlasništvu nad CSD-ovima pogledajte <https://ecsd.eu/facts>

⁴⁸ Pogledajte <https://www.nbb.be/en/payments-and-securities/securities-settlement-system-nbb-sss>

⁴⁹ Pogledajte <https://www.bnb.bg/FiscalAgent/FAServiceSystemDCK/FABNBGSSS/FAESROTINTRO/index.htm>

⁵⁰ U Albaniji, nevladinim hartijama od vrednosti upravlja ALREG (<https://alreg.com.al/?lang=en>)

Kao što je opisano u Odeljku 1.1., CBK je već dozvoljeno da upravlja CSD i SSS za sve vrste hartija od vrednosti. Dakle, ovakav scenario ne bi zahtevao zakonodavne intervencije, ali bi zahtevao pažljivu organizaciju kako bi se obezbedilo da se proces nadzora odvija nezavisno i bez nepotrebnih pritisaka organizacione jedinice zadužene za sisteme. Kao alternativni pristup, član 71. Zakona o CBK-u otvara vrata za stvaranje posebnog pravnog lica za obavljanje kliringa i poravnanja hartija od vrednosti ovlašćujući CBK da ima vlasnički procenat ili na drugi način učestvuje u bilo kojoj organizaciji koja se bavi aktivnostima koje su potrebne ili korisno za pravilno izvršavanje sopstvenih zadataka i odgovornosti CBK-a.

Proširenje obima postojeće infrastrukture u CBK je najpragmatičnija opcija. To se smatra praktičnim korakom za olakšavanje rasta kosovskog tržišta kapitala bez nametanja prevelikih troškova CBK-u ili privatnim učesnicima na tržištu u ranim fazama. Ovaj pristup treba da bude dopunjen jasnim regulatornim i nadzornim nadzorom kako bi se obezbedilo integritet i stabilnost tržišne infrastrukture. Kako tržište sazreva, Kosovo može da istraži mogućnosti za učešće privatnog sektora u pružanju ovih usluga. Opcija da se CSD i SSS izdvoji iz CBK-a u posebno pravno lice smatra se drugom najboljom u ovoj fazi jer bi to zahtevalo značajne intervencije u postojećem sistemu u vezi sa odvajanjem platnog sistema i platforme za aukciju državnih obveznica od Centralnog registra. i SSS. Stvaranje odvojenog Centralnog registra i SSS za nedržavne hartije od vrednosti nije održiva opcija zbog visokih troškova osnivanja i održavanja.

6.2. Stvaranje Berze Hartija od Vrednosti

Najosnovnije podešavanje za trgovanje hartijama od vrednosti je OTC⁵¹ trgovanje. Ova vrsta bilateralne trgovine bez centralne berze može biti dovoljna da podrži tržište obveznica. Međutim, da bi se olakšalo trgovanje, obično se stvaraju mesta trgovanja hartijama od vrednosti. Na primer, tržišta obveznica se takođe mogu sprovoditi preko specijalizovanih platformi koje se nazivaju organizovani objekti za trgovanje (OTF)⁵². S druge strane, trgovanje akcijama tradicionalno zahteva multilateralnu platformu koja može biti regulisano tržište ili multilateralni trgovački instrument (MTF)⁵³. Kompanije sa hartijama od vrednosti kojima se trguje regulisana tržišta podležu višem

nivou transparentnosti. Takođe, regulisana tržišta podležu višem nivou transparentnosti pre i posle trgovine nego MTF.

Trenutno, CBK upravlja platformom za trgovanje državnim obveznicama. Nezavisno od rada na izradi zakonske regulative, potrebno je analizirati da li će morati da se registruje kao OTF i da li će biti moguće dalje razvijati kako bi se uključili korporativni dužnički instrumenti. Naglašava se da penzijskim fondovima na Kosovu, na primer, nije dozvoljeno da investiraju u hartije od vrednosti koje nisu kotirane na licenciranim berzama hartija od vrednosti. Ovo je takođe često slučaj za druge vrste institucionalnih investitora, kao što su investicioni fondovi. Imajući u vidu ovaj zahtev, vanberzansko trgovanje ili registracija platforme za trgovanje kao OTF-a možda neće biti dovoljni da bi se obezbedila mogućnost trgovanja i može postati neophodno da se uspostavi potpuno regulisano tržište (berza hartija od vrednosti). Iako se korporativnim obveznicama obično trguje OTC ili na OTF-ovima, a ne na berzama hartija od vrednosti, emitenti koji ciljaju na institucionalne investitore često se odlučuju za formalnu kotaciju kako bi se prilagodili zahtevima svojih

⁵¹ OTC (preko brojača) trgovanje u ovom kontekstu se odnosi na decentralizovano tržište na kojem učesnici na tržištu trguju hartijama od vrednosti direktno između dve strane (bilateralno) i bez centralne berze ili brokera

⁵² OTF (organizovano trgovačko sredstvo) je multilateralni sistem u kojem kupovina i prodaja udela u finansijskim instrumentima koji nisu deonice mogu da deluju u sistemu na način koji rezultira ugovorom (videti MiFID II član 4(1)(23)). Jednostavno rečeno, to je platforma za trgovanje kojom obično upravljaju velike investicione firme ili banke. Glavna razlika u odnosu na regulisanu berzu ili MTF je u tome što njihov menadžer ima diskreciono pravo u vezi sa pristupom i trgovinskim odlukama.

⁵³ MTF (multilateralni trgovinski objekat) je multilateralni sistem koji okuplja višestruke interese trećih strana za kupovinu i prodaju finansijskih instrumenata u sistemu u skladu sa nediskrecionim pravilima (videti MiFID II član 4(1)(23)). Jednostavno rečeno, MTF-ovi su veoma slični regulisanim tržištima, ali sa nižim standardima pristupa i transparentnosti. NJima može upravljati investiciona firma ili banka, a ne samo licencirani operater razmene. Alternativna mesta trgovanja poput MTF-a su postala široko popularna i preuzela su veliki deo svog tržišnog udela sa tradicionalnih berzi.

potencijalnih investitora. Takođe, listiranje na berzi hartija od vrednosti obezbeđuje veći nivo transparentnosti pošto hartije od vrednosti koje kotiraju spadaju u nadležnost TD.

Što se tiče stvaranja samostalnog regulisanog tržišta akcija, na osnovu trenutnog statusa tržišta hartija od vrednosti i iskustva na drugim tržištima, ne preporučuje se osnivanje kosovske berze u ovoj fazi. Malo je verovatno da će biti dovoljno aktivnosti da razmena bude održiva u dogledno vreme. Da bi se procenio potencijal za trgovinu akcijama, izvršena je analiza uz podršku podataka koje je obezbedila Kosovska agencija za registraciju poslovanja na uzorku svih aktivnih akcionarskih društava na Kosovu. Rezultati pokazuju da od 261 aktivnog akcionarskog društva samo četiri imaju više od sto akcionara.

Petnaest kompanija ima između 10 i 100 akcionara, dok velika većina njih – 242 akcionarska društva – ima manje od deset akcionara. Ako koristimo broj akcionara kao proksi za očekivano trgovanje, brojke očigledno ne podržavaju cilj uspostavljanja berze. Koncentrisana vlasnička struktura preduzeća na Kosovu rezultat je strategije privatizacije koja nije uključivala masovnu privatizaciju i relativno mlado vlasništvo u novoformiranim preduzećima. Prema dostupnim podacima, na Kosovu je od početka procesa privatizacije privatizovano oko 500 preduzeća, a generalno se smatra da je proces privatizacije u završnoj fazi.⁵⁴

Alternative za trgovanje akcijama mogu uključivati MTF-ove ili listing na jednoj od regionalnih berzi. Da bi bila kotirana na berzi u EU ili javno izdala hartiju od vrednosti, kompanija mora da pripremi prospekt koji će odobriti regulator u jednoj članici EU država. Uveden je poseban režim za izdavanje i listing hartija od vrednosti iz zemalja koje nisu članice EU. Član 29 UR navodi da prospekt za ponudu hartija od vrednosti javnosti ili za prijem u trgovanje na regulisanom tržištu mora da odobri regulatorno telo države članice. Dalje se navodi da se odobrenje može dati pod uslovom da su zahtevi za informacijama koje nameću zakoni zemlje koja nije članica EU ekvivalentni zahtevima iz PR-a i da postoje sporazumi o saradnji između dve zemlje. Odluke o ekvivalentnosti zahteva za informacijama donosi Evropska komisija. Pravila u vezi sa prijemom u trgovanje na MTF-u ne postoje na nivou EU i mogu biti manje stroga. Da zaključimo, davanje prioriteta proširenju postojeće platforme za trgovanje državnim obveznicama kako bi uključile korporativne obveznice izgleda kao najpraktičniji način da se promoviše rast tržišta kapitala Kosova na održiv način.

⁵⁴ Pogledajte Mustafa, M. et al., “Privatizacija i post-privatizacija na Kosovu: čaša poluprazna ili polupuna?”, septembar 2008.

Fokusirajući se na proširenje postojeće platforme, Kosovo može da pojednostavi svoje napore, optimizuje raspoložive resurse i zadovolji specifične potrebe svog tržišta kapitala. Ovaj pristup je u skladu sa trenutnim uslovima tržišta i nudi osnovu za budući razvoj. Takođe smanjiti rizike povezane sa stvaranjem nove berze pre nego što postoji adekvatna potražnja i trgovinska aktivnost.

6.3. Kreiranje Šeme Kompenzacije Investitora

Direktiva EU 97/9/EC zahteva da zemlje članice uvedu jednu ili više šema kompenzacije investitorima. Šeme kompenzacije investitora obezbeđuju pokriće kada investiciona firma nije u mogućnosti da otplati novac ili finansijske instrumente koji duguju ili pripadaju investitorima i koji se drže u njihovo ime u vezi sa investicionim poslovanjem. Šema mora da obezbedi pokriće od najmanje 20.000,00 evra.

Takva šema igra ključnu ulogu u ulivanju poverenja među investitorima, posebno na tržištima u razvoju, pružajući sigurnosnu mrežu i zaštitu u slučaju propasti investicionih firmi. Postojanje šeme kompenzacije investitora može ublažiti potencijalne rane skandale koji bi inače mogli da ometaju razvoj tržišta kapitala. Što se tiče optimalne lokacije šeme, širom EU se koriste različiti modeli, uključujući javne institucije, privatni menadžment ili kombinaciju javnog i privatnog vlasništva. Izbor vlasničkih i upravljačkih struktura treba da bude u skladu sa specifičnim kontekstom i potrebama Kosova. Konačno, izbor optimalne lokacije treba da uzme u obzir faktore kao što su kapacitet i sposobnost uključenih institucija, postojeći regulatorni okvir i nivo poverenja i poverenja u ekosistem tržišta kapitala.

Tabela 8: Vlasništvo i struktura kompenzacionih šema investitora

Vrsta vlasništva i upravljanja	Države
Privatno upravljaju i njome upravljaju institucije učesnice	Austrija, Finska, Grčka, Italija, Luksemburg, Velika Britanija
Javna institucija uključujući centralne banke i regulatore	Belgija, Francuska, Nemačka, Holandija, Portugal, Španija, Švedska, Kipar, Češka Republika, Mađarska, Letonija, Litvanija, Slovenija
Mešano javno i privatno	Danska, Irska, Hrvatska (CSD), Malta, Poljska (CSD), Slovačka

Izvor: Izveštaj za Evropsku komisiju, "Opis i procena nacionalnih šema kompenzacije investitora uspostavljenih u skladu sa Direktivom 97/9/EC", januar 2005.

Još jedna zanimljiva karakteristika je odnos između šeme kompenzacije investitora i šeme osiguranja depozita. Ponovo, rešenja se razlikuju od zemlje do zemlje. Zanimljivo je primetiti da se u kategoriji zemalja u kojima obema šemama upravlja isti subjekat, u nekim nadležnostima njima upravlja kao dva odvojena pula, dok drugi koriste isti fond sredstava za obe vrste potraživanja.

Tabela 9: Odnos između šeme kompenzacije investitora i šeme osiguranja depozita

Obe šeme kojima upravlja isti subjekat	Kipar, Estonija, Litvanija, Malta, Austrija, Danska, Finska, Francuska, Nemačka, Luksemburg, Holandija, Švedska, UK
Upravljanje na odvojeni način	Češka Republika, Mađarska, Letonija, Poljska, Slovačka, Slovenija, Hrvatska, Grčka, Portugal, Španija

Izvor: Izveštaj za Evropsku komisiju, "Opis i procena nacionalnih šema kompenzacije investitora uspostavljenih u skladu sa Direktivom 97/9/EC", januar 2005.

Preporučuje se proširenje odgovornosti FSDK tako da se uključi šema kompenzacije investitora. To je praktičan pristup, s obzirom na isplativost i administrativnu efikasnost koji nudi. Ovaj pristup bi zahtevao izmene i dopune Zakona br. 03/L-216. Međutim, ovo je manja zakonodavna intervencija od osnivanja novog subjekta. Ako se izabere opcija jednog upravljačkog subjekta, mora se doneti odluka o tome da li će se koristiti isti fond sredstava za obe vrste potraživanja ili da se upravljaju odvojenim fondovima. Iako bi korišćenje istog fonda sredstava moglo pomoći u finansiranju šeme kompenzacije investitora u njegovim ranim fazama, preporučuje se korišćenje potpuno odvojenih fondova kako bi se zadržala jasna razlika između izvora finansiranja i potencijalnih obaveza. Koja god opcija bila da se implementira, preporučuje se održavanje jednakog nivoa zaštite u novčanom smislu za klijente nezavisnih investicionih kompanija i klijente brokerskih poslova banaka. Pošto je minimalni nivo zaštite bankarskih depozita u EU mnogo veći od minimalnog nivoa zaštite koji se nudi u šemama kompenzacije investitorima, zanemarivanje ove činjenice može dovesti nezavisne brokere u nepovoljniji položaj u odnosu na banke kada novac uplaćuju klijenti banaka. na njihovom posebnom brokerskom računu u svrhu obavljanja investicione usluge (npr. kupovina obveznica) je pokriveno u okviru šeme osiguranja depozita.

6.4. Struktura regulatornog okvira tržišta kapitala

Okvir tržišta kapitala treba da se sastoji najmanje od sledećeg:

- Regulisanje tržišta finansijskih instrumenata i finansijskih posrednika, uključujući mesta trgovanja i šemu kompenzacije za investitore
- Regulisanje javnih emisija hartija od vrednosti
- Regulisanje zahteva transparentnosti za izdavaoce
- Propisi o zloupotrebi tržišta
- Osnovna pitanja vezana za CSD i SSS

Sve gore navedene teme moguće je objediniti u jedan zakon, na primer Zakon o tržištu kapitala. Glavna prednost ovog pristupa je što bi omogućio istovremeno usvajanje sveobuhvatnog paketa propisa koji se odnose na tržišta kapitala . Postoje dva nedostatka ovog pristupa. Prvi je da zbog kontinuiranih izmena zakonodavstva o tržištu kapitala na nivou EU, održavanje paketa u skladu sa pravnim tekovinama EU zahteva česte izmene zakona. Drugi nedostatak je što se neke definicije istog pojma mogu neznatno razlikovati u različitim delovima zakonodavstva EU, što može stvoriti zabunu u čitanju prečišćenog teksta. Alternativni pristup je usvajanje dva ili tri različita zakona (npr. Zakon o tržištu kapitala, Zakon o izdavanju hartija od vrednosti i zahtevi transparentnosti, Zakon o sprečavanju zloupotrebe tržišta). Odluka je čisto tehnička i ovde se predlaže da se odluči za prečišćeni tekst.

6.5. Struktura regulatornog okvira investicionih fondova

Okvir za investicione fondove može se zamisliti kao jedan zakon o investicionim fondovima, koji obuhvata i UCITS i AIF, ili kao dva posebna zakona. Pošto je pristup regulisanju ove dve kategorije u EU veoma različit, predlaže se da se sledi pristup EU i da se donesu posebni zakoni. Glavna prednost ovog pristupa je što će jasno razgraničiti UCITS fondove od alternativnih fondova i omogućiti lakšu regulativu za menadžere alternativnih investicionih fondova . U praksi, najvažnija odluka koju treba doneti je ona koja se odnosi na regulisanje AIF-ova sa imovinom pod upravljanje ispod AIFMD praga. Član 3 AIFMD-a dozvoljava dve opcije: jedna je da se samo zahteva

registracija AIF-ova i njihovih investicionih strategija kod regulatornih organa; drugi je usvajanje strožih nacionalnih zakona. Pošto tržište trenutno ne postoji na Kosovu, predlaže se da se sledi druga opcija i da se usvoji minimalni set pravila o upravljanju AIFM-ovima i investicionoj politici određenih vrsta AIF-ova (npr. privatni kapital, rizični kapital, realni kapital). nekretnine).Međutim , obavezan je pažljiv pristup kako se AIFM-ovi ne bi preopteretili zahtevima koji se obično zahtevaju za upravljanje velikim sredstvima koji distribuiraju sredstva fizičkim licima.

7. ZAKLJUČAK I NAREDNI KORACI

7.1. Fondacija za pravnu izradu

MFRT, kao sponzor ovog koncept dokumenta, preporučuje Vladi Republike Kosovo da odobri opciju 3, koja predlaže stvaranje sveobuhvatnog regulatornog okvira za tržišta kapitala na Kosovu.

Ukoliko se sledi predlog iz opcije 3, predložene izmene i dopune Zakona br. 06/L-016, novog Zakona o tržištu kapitala, Zakona o javno ponuđenim investicionim fondovima koji ulažu u prenosive hartije od vrednosti, i Zakona o alternativnim investicionim fondovima će stvoriti povoljno okruženje za razvoj tržišta kapitala u Republici Kosovo, što na kraju dovodi do olakšanog pristupa preduzeća dugoročnom finansiranju preko tržišta kapitala, povećanih investicija, inovacija i zapošljavanja.

Nakon odobrenja opcije 3 ovog koncept dokumenta, MFRT će preduzeti neophodne procedure za izradu nacarta neophodnih zakona i amandmana na postojeće zakone u skladu sa ciljevima i opcijama politike predstavljenim u odeljcima 2 i 3 Koncept dokumenta.

7.2. Buduća evaluacija

Nakon usvajanja Koncept dokumenta od strane Vlade Republike Kosovo, odluke koje proizilaze iz Koncept dokumenta će morati da profunkcionišu. Buduće aktivnosti evaluacije će proceniti stepen završenosti aktivnosti navedenih u Planu implementacije. MFRT će biti odgovoran za evaluaciju i izveštavanje.

ANEKS 1: Pregled tekućih procedura⁵⁵

- Direktiva 2014/65/EU (MiFID II):
 - COD 2022/0405: Svrha inicijative je da se olakša istraživanje koje sponzorise izdavalac za MSP, da se poveća prag tržišne kapitalizacije MSP sa 1 milijarde evra na 10 milijardi evra, pojasni da se segment MTF-a može registrovati kao rast MSP tržištu, i pokriva uslove za prijem akcija u trgovanje na regulisanom tržištu.
 - COD 2021/0384: inicijativa se odnosi na nove standarde kvaliteta podataka donete u MiFIR, ulogu sistematskih internalizatora u izveštavanju, klasifikaciju najboljeg izvršenja, aktiviranje mehanizama dizajniranih da ograniče prekomernu volatilnost na tržištima i parametre koji se odnose na upravljanje rizikom u robu tržišta derivata.
- Uredba (EU) 596/2014 (MAR) i Direktiva 2014/57/EU (CSMAD):
 - COD 2022/0411: Predložene mere imaju za cilj pojednostavljenje režima obelodanjivanja MAR-a kako bi se smanjila pravna nesigurnost o tome šta predstavlja povlašćene informacije u svrhu obelodanjivanja, kao i o vremenu obelodanjivanja, i da se napravi režim sankcionisanja za kršenja u vezi sa obelodanjivanjem MAR-a proporcionalniji za mala i srednja preduzeća kako bi se izbeglo obeshrabrivanje manjih emitenata da se kotiraju ili ostanu na berzi.
- Uredba (EU) 2017/1129 (PR):
 - COD 2022/411: Predlog ima za cilj reviziju Uredbe o prospektu kako bi se izdavaocima olakšalo i pojeftinilo sastavljanje prospekta, a istovremeno omogućilo investitorima da donesu ispravnu odluku o ulaganju pružanjem razumljivih, lakih za analizu i konciznih informacija. Takođe ima za cilj da olakša malim i srednjim preduzećima prikupljanje sredstava na javnim tržištima.
 - COD 2023/0166: Izmeniti PR u okviru inicijative za modernizaciju dokumenta sa ključnim informacijama (KID).
- Direktiva 97/9/EC (šeme kompenzacije za investitore): Ne postoje tekući postupci. Evropska komisija je usvojila predlog za izmenu direktive u julu 2010. godine, ali je predlog povučen u martu 2015. zbog nedostatka napretka u pregovorima između Evropskog parlamenta i Saveta Evropske unije.

⁵⁵Od 25. oktobra 2023. godine, zakonodavna opservatorija EU, <http://vvv.europarl.europa.eu/ocil/home/home.do>

- Direktiva (EU) 2019/2034 (IFD) i Uredba (EU) 2019/2033 (IFR):
 - COD 2022/0404: Izmijeniti IFD u pogledu tretmana rizika koncentracije prema centralnim drugim ugovornim stranama i rizika druge ugovorne strane u transakcijama derivata sa centralnim kliringom.
- Uredba (EU) 909/2014 (CSDR)
 - COD 2022/0074: Predlog ima za cilj da minimizira prepreke za prekogranična poravnanja, olakša pristup centralnim registrima pomoćnim uslugama bankarskog tipa tako što će omogućiti centralnim registrima sa bankarskom licencom da ponude takve usluge drugim centralnim registrima, i razjasni određene elemente koji se odnose na disciplinu poravnanja i revidirati vremenski okvir implementacije za obavezne kupovine.
- Direktiva 98/26/EC (SFD):
 - COM (2023)0345: Pregled konačnosti poravnanja u plaćanju i poravnanja hartija od vrednosti je u pripreмноj fazi u Evropskom parlamentu.
 - COD 2018/0044: Svrha je da se uspostave zajednička pravila o sukobu zakona koja određuju koje se nacionalno pravo primenjuje na efekte ustupanja potraživanja od strane treće strane. U dokumentu se zaključuje da SFD za sada nije potrebno menjati.
 - COD 2023/0209: Izmene i dopune SFD u vezi sa revidiranom Direktivom o platnim uslugama
- Direktiva 2002/47/EC (FCD)
 - COM (2023)0345: Pregled konačnosti poravnanja u plaćanju i poravnanja hartija od vrednosti je u pripreмноj fazi u Evropskom parlamentu.
 - COD 2018/0044: Svrha je da se uspostave zajednička pravila o sukobu zakona koja određuju koje se nacionalno pravo primenjuje na efekte ustupanja potraživanja od strane treće strane. U dokumentu se govori o tome da li su izmene FCD neophodne kada se potraživanja po kreditima koriste pod finansijskim kolateralom u okviru FCD.
 - COD 2021/0296: Izmjena FCD je planirana u okviru šireg plana uspostavljanja evropskog okvira za oporavak i rešavanje društava za osiguranje i društava za reosiguranje.

- Direktiva 2009/65/EC (UCITS direktiva)
 - COD 2021/0376: Svrha je da se otklone neefikasna dupliranja u izveštavanju koja mogu postojati prema različitim delovima zakonodavstva EU i nacionalnog zakonodavstva, obezbediti minimalan usaglašen set alata za upravljanje likvidnošću, otvoriti mogućnost imenovanja depozitara u drugoj državi članici, omogućiti neometano funkcionisanje kastodi lanca u kome sredstva fonda čuva Centralni registar i unaprediti pravila o delegiranju.
 - COD 2018/0171: Izmena Direktive o UCITS-ima planirana je u okviru šire inicijative za stvaranje okvira za hartije od vrednosti zaštićene državnim obveznicama.
- Direktiva 2011/61/EU (AIFMD)
 - COD 2021/0376: Svrha je da se uspostave zajednička pravila o sredstvima koja potiču iz zajmova, da se otklone neefikasna dupliranja u izveštavanju koja mogu postojati u skladu sa različitim delovima EU i nacionalnog zakonodavstva, da se obezbedi minimalan usklađen skup alata za upravljanje likvidnošću, otvori mogućnost imenovanja depozitara u drugoj državi članici, omogućiti nesmetano funkcionisanje kastodi lanca u kome sredstva fonda drži Centralni registar i unapredi pravila o delegiranju.
- Direktiva 2004/109/EC (Direktiva o transparentnosti)
 - COD 2021/0379: Izmjena direktive o transparentnosti planirana je u okviru šire inicijative za uspostavljanje evropske jedinstvene pristupne tačke (ESAP) za informacije koje objavljuju subjekti koji su relevantni za tržišta kapitala, finansijske usluge i održivo finansiranje.
- Direktiva 2004/25/EC o ponudama za preuzimanje
 - COD 2021/0296: Izmena Direktive 2004/25/EC planirana je u okviru šire inicijative za uspostavljanje evropskog okvira za oporavak i rešavanje društava za osiguranje i društva za reosiguranje.

ANEKS 2: Sažeti pregled procene uticaja na nivou EU

- Direktiva 2014/65/EU (MiFID II)⁵⁶: Procena uticaja MiFID II otkrila je niz problema u vezi sa evolucijom trgovinskih struktura i tehnologija i nedovoljnom regulacijom određenih učesnika, proizvoda ili usluga. Kao posledica toga, identifikovani su sledeći problemi: poteškoće za mala i srednja preduzeća u pristupu tržištima kapitala, neujednačeni uslovi igre između učesnika na tržištu, nedostatak transparentnosti za učesnike i regulatore i nedovoljna ovlašćenja regulatora u određenim oblastima. Opšti ciljevi MiFID II su jačanje poverenja investitora, smanjenje rizika od poremećaja tržišta, smanjenje sistemskih rizika, povećanje efikasnosti finansijskih tržišta i smanjenje nepotrebnih troškova za učesnike. Specifični ciljevi su obezbeđivanje jednakih uslova za sve učesnike na tržištu, povećanje transparentnosti tržišta za učesnike na tržištu i regulatore, podizanje zaštite investitora i rešavanje organizacionih nedostataka i preteranog preuzimanja rizika ili nedostatka kontrole od strane investicionih firmi i drugih učesnika na tržištu.
- Uredba (EU) 596/2014 (MAR) i Direktiva 2014/57/EU (CSMAD)⁵⁷: Direktiva o zloupotrebi tržišta, koja je bila na snazi pre usvajanja MAR i CSMAD, imala je za cilj da poveća poverenje investitora i integritet tržišta zabranjujući onima koji poseduju insajderske informacije da trgovanje srodnim finansijskim instrumentima („insajdersko trgovanje“), i zabranom manipulacije tržištima kroz prakse kao što su širenje lažnih informacija ili glasina i obavljanje trgovanja kojima se obezbeđuju cene na nenormalnim nivoima („manipulacija tržišta“). Međutim, identifikovani su brojni problemi koji su doveli do usvajanja MAR-a i CSMAD-a. Prvo, identifikovani su nedostaci u regulisanju novih tržišta, platformi i OTC instrumenata. Štaviše, trgovina na tržištima robnih derivata je regulisana nezavisno od uticaja na osnovna tržišta roba. Pored toga, u mnogim jurisdikcijama, regulatori nisu imali ovlašćenja da otkriju zloupotrebu tržišta, na primer pribavljanjem postojećih podataka o telefonskim podacima, ili ovlašćenja za sankcionisanje. Konačno, neka diskreciona prava u MAD-u su ostavljala prostor za tumačenje u praktičnoj primeni i nametala neproporcionalna administrativna opterećenja malim izdavaocima. U svetlu gore navedenih problema, opšti cilj MAR-a je povećanje

⁵⁶Videti dokument Evropske komisije SEC(2011)1226, 20. oktobar 2011

⁵⁷Videti dokument Evropske komisije SEC(2011)1218, 20. oktobar 2011

integriteta tržišta i zaštite investitora kroz realizaciju sledećih specifičnih ciljeva: obezbeđivanje da regulativa ide u korak sa razvojem tržišta, obezbeđivanje efektivne primene pravila i veće jasnoće, dok smanjenje administrativnih opterećenja gde je to moguće, posebno za MSP.

- Uredba (EU) 2017/1129 (PR) ⁵⁸: Procena uticaja Prospektivne direktive, koja je bila na snazi pre usvajanja PR-a, pokazala je da su troškovi usaglašenosti bili veoma visoki, posebno za MSP. Štaviše, nedovoljna diferencijacija i proporcionalnost zahteva između specifičnih situacija i emitenata rezultirala je neodgovarajućim administrativnim opterećenjem i odvrćala kompanije od pristupa tržištima kapitala. Konačno, dužina prospekta i činjenica da su oni često sastavljeni sa svrhom rešavanja potencijalne pravne odgovornosti umanjili su zaštitu investitora. Kao rezultat toga, tržišta kapitala su bila neprivaćna za mnoga preduzeća, posebno MSP, kao alternativni izvor finansiranja. Opšti ciljevi PR-a su da osigura da kompanije svuda u EU mogu efikasno prikupiti kapital na finansijskim tržištima i da investitori mogu da ulažu u one hartije od vrednosti koje smatraju najprikladnijim za svoje potrebe. Ovo bi trebalo da pomogne povećanju investicija, otvaranju radnih mesta i rastu u EU. Specifićni ciljevi PR-a su smanjenje troškova finansiranja, postizanje veće konvergencije u režimima obelodanjivanja u zemljama članicama, poboljšanje pristupa tržištima kapitala za MSP i kompanije sa smanjenom tržišnom kapitalizacijom, kao i poboljšanje zaštite investitora na tržištima kapitala.
- Direktiva 97/9/EC (šeme kompenzacije za investitore): Evropska komisija je usvojila predlog za izmenu direktive u julu 2010. godine, ali je predlog povućen u martu 2015. zbog nedostatka napretka u pregovorima između Evropskog parlamenta i Saveta EU.
- Direktiva (EU) 2019/2034 (IFD) i Uredba (EU) 2019/2033 (IFR) ⁵⁹: IFD i IFR su rezultat procene uticaja CRD i CRR paketa koji je ćinio trenutni prudencijalni okvir za investiciona preduzeća. Ovaj okvir je u velikoj meri bio usmeren na kreditne institucije i nije se eksplicitno bavio šest od osam investicionih usluga koje su investicione firme ovlašćene da obavljaju u skladu sa MiFID II. Ovo je stvorilo tri glavna problema. Prvo, CRD/CRR okvir je bio izvor znaćajne regulatorne složenosti. Drugo, nije bio prilagoćen rizicima koje su pretrpele i koje predstavljaju investicione firme. Konaćno, njena složenost je dovela do

⁵⁸Vidi dokument Evropske komisije SVD(2015)255, 30. novembar 2015.

⁵⁹Videti dokument Evropske komisije COM(2017)791, 20. decembar 2017

fragmentacije regulatornog pejzaža i regulatorne arbitraže. Ciljevi predloga su da se pozabave problemima postojećeg okvira uz istovremeno olakšavanje preuzimanja i obavljanja poslova od strane investicionih firmi gde je to moguće. Konkretno, on postavlja prudencijalni okvir koji je bolje prilagođen njihovim poslovnim modelima, bolje ciljajući rizike koje oni zapravo predstavljaju i na koji nastaju. Ističe se da prema novom okviru, sistemske investicione firme, od kojih je jedan broj identifikovan kao globalne, ili druge sistemski važne institucije prema članu 131 CRD treba da i dalje budu predmet CRR/CRD okvira.

- Uredba (EU) 909/2014 (CSDR) ⁶⁰: Izveštaj o proceni uticaja identifikuje dva ključna pitanja: veći rizici i veći troškovi za prekogranično poravnanje i neravnopravni uslovi za konkurenciju za usluge Centralnog registra. To su posledice brojnih pokretača, uključujući različita pravila i tržišne prakse u vezi sa organizacijom poravnanja u različitim centralnim registrima, kao i prepreke u pristupu emitenata, drugih centralnih registra i druge tržišne infrastrukture Centralnim registrima. Strateški cilj CSDR-a je povećanje sigurnosti, efikasnosti i jednakih uslova za prekogranične usluge Centralnog registra. Operativni ciljevi uključuju poboljšanje okvira za poravnanje, uvođenje konzistentnih pravila širom Evrope i uklanjanje barijera za pristup/iz CSD-ova. CSDR takođe usklađuje evropski okvir sa međunarodnim standardima u ovoj oblasti.
- Direktiva 98/26/EC (SFD): Svrha SFD-a je da ublaži sistemske rizike koji se odnose na sisteme plaćanja i poravnanja hartija od vrednosti u domaćim i prekograničnim transakcijama.
- Direktiva 2002/47/EC (FCD) ⁶¹: Svrha FCD je stvaranje jedinstvenog pravnog okvira EU za ograničavanje kreditnog rizika u finansijskim transakcijama kroz odredbe o hartijama od vrednosti i gotovini kao kolateralu. Stvaranje jasnog, jedinstvenog pan-EU pravnog okvira za korišćenje kolaterala doprinosi većoj integraciji i isplativosti evropskih finansijskih tržišta podsticanjem prekograničnog poslovanja i stvaranjem konkurentnijeg evropskog finansijskog tržišta.

⁶⁰Videti dokument Evropske komisije SVD(2012)23, 7. mart 2012

⁶¹Pogledajte https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_01_464

- Direktiva 2009/65/EC (UCITS Direktiva)⁶²: UCITS Direktiva se bavi nekoliko problema identifikovanih u proceni uticaja: prepreke za prekogranično oglašavanje fondova, poteškoće u postizanju ekonomije obima i neefikasan pojednostavljeni prospekt. Opšti cilj UCITS direktive je da svi učesnici mogu da ostvare svoja prava na jedinstvenom tržištu. Specifični ciljevi su promovisanje efikasne i inovativne industrije fondova na potpuno integrisanom evropskom tržištu i pružanje odgovarajuće zaštite investitorima.
- Direktiva 2011/61/EU (AIFMD)⁶³: Usvajanje AIFMD proizilazi iz dva važna i povezana problema. Prvo, pošto su AIFM-ovi regulisani na nacionalnom nivou, regulatorna fragmentacija može inhibirati efikasnu regulaciju, nadzor i makro-bonitetni nadzor AIFMova ne uzimajući u obzir prekograničnu dimenziju njihovih aktivnosti. Rizici obuhvataju makroprudencijalne (sistemske) rizike, mikroprudencijalne rizike, rizike zaštite investitora, rizike koji se odnose na efikasnost i integritet tržišta i rizike koji se odnose na korporativnu kontrolu. Drugo, to takođe može ometati integraciju tržišta i razvoj jedinstvenog tržišta stvaranjem prepreka za efikasnu prekograničnu distribuciju proizvoda AIFM-a. S obzirom na ove nedostatke u postojećim aranžmanima, sveobuhvatni cilj AIFMD-a je da obezbedi jasan i dosledan okvir za regulisanje i nadzor AIFM-ova u EU. Ovaj cilj je u potpunosti u skladu sa apelom G20 da se odgovarajući regulatorni i nadzorni aranžmani primenjuju na sve sistemski relevantne tržišne aktere. Specifični ciljevi uključuju odgovarajuće zahtjeve za autorizaciju i registraciju prije poslovanja širom EU, poboljšano praćenje makroprudencijalnih rizika, poboljšano upravljanje mikroprudencijalnim rizicima, zajednički pristup zaštiti investitora, veću javnu odgovornost AIFM-ova koji ulažu u kompanije i upravljaju njima, kao i uklanjanje prepreka za efikasnu prekograničnu distribuciju AIF-ova.
- Direktiva 2004/109/EC (Direktiva o transparentnosti)⁶⁴: Opšti ciljevi Direktive o transparentnosti su da nametne nivo transparentnosti i informacija srazmerne ciljevima dobre zaštite investitora i tržišne efikasnosti, i da uvede zahteve transparentnosti u obliku standardizovanih informacija u određenom trenutku (periodične informacije) ili informacije na stalnoj osnovi. Specifični ciljevi u vezi sa periodičnim izveštavanjem

⁶²Videti dokument Komisije Evropskih zajednica SEC(2008)2263, 16. jul 2008.

⁶³Videti dokument Komisije Evropskih zajednica SEC(2009)576, 30. april 2009.

⁶⁴Videti dokument Komisije Evropskih zajednica COM(2003)138, 26. mart 2003.

uključuju poboljšanje godišnjeg finansijskog izveštavanja, uvođenje pragmatične mešavine politika detaljnijeg polugodišnjeg finansijskog izveštaja i manje zahtevnih kvartalnih finansijskih informacija za prvi i treći kvartal finansijske godine, i uvođenje polugodišnjeg finansijskog izveštavanja u izdavaoci samo dužničkih hartija od vrednosti koji trenutno uopšte ne podležu bilo kakvom privremenom izveštaju. Specifični ciljevi koji se odnose na ad hoc informacije uključuju kontinuirano otkrivanje promena važnih udela u emitentima u okviru strožih rokova za obelodanjivanje. Svrha je da se obezbedi dobra zaštita investitora i pravilno funkcionisanje finansijskih tržišta. Ovo bi trebalo da dovede do efikasnog uklanjanja nacionalnih barijera za izdavaoce koji traže pristup regulisanim tržištima.

- Direktiva 2004/25/EC o ponudama za preuzimanje ⁶⁵: Ciljevi Direktive su da integriše evropska tržišta, da harmonizuje korporativno restrukturiranje, da ojača pravnu sigurnost ponuda za prekogranično preuzimanje u interesu svih zainteresovanih i da obezbedi zaštitu manjinskih akcionara u toku takvih transakcija.

⁶⁵Videti dokument Komisije COM(2002)534, 2. oktobar 2002

ANEKS 3: Rezime evaluacija sprovedenih na nivou EU

- Direktiva 2014/65/EU (MiFID II):
 - MiFID II/ MiFIR Izveštaj o pregledu br. 1 O razvoju cena za podatke pre i posle trgovine i na konsolidovanoj traci za instrumente kapitala:⁶⁶
 - ESMA je utvrdila da MiFID II nije ispunio svoj cilj da smanji cenu tržišnih podataka. Iako se čini preuranjenim zaključiti da bi pristup transparentnosti plus trebao biti zamijenjen alternativnim pristupom, ESMA smatra da bi najprikladniji put naprijed trebao biti rad na smjernicama za nadzor kako bi se poboljšala upotrebljivost i uporedivost objelodanjenih informacija. Pored toga, ESMA je preporučila niz ciljanih izmena u tekstovima nivoa 1 ili nivoa 2 kako bi se ojačao opšti koncept da se tržišni podaci naplaćuju na osnovu troškova za proizvodnju i širenje informacija.
 - MiFID II je imao za cilj postizanje uspostavljanja konsolidovane trake od strane komercijalnog subjekta. Međutim, do danas se nije pojavio nijedan komercijalni dobavljač konsolidovane trake i malo je verovatno da će se u sadašnjem zakonskom okviru pojaviti u budućnosti. ESMA je stoga preporučila Komisiji da imenuje konsolidovanu traku za instrumente kapitala u EU. S obzirom na složenost ovog projekta, ESMA smatra da bi vreme za uspostavljanje konsolidovane trake lako moglo da traje 5 godina, ako ne i više.
 - Izveštaj o pregledu MiFID II o algoritamskom trgovanju:⁶⁷
 - ESMA je procenila niz tema u vezi sa visokofrekventnim trgovanjem, uključujući visoke stope poruka unutar dana, direktan elektronski pristup, organizacione zahteve za investicione firme koje se bave visokofrekventnim trgovanjem, organizacione zahteve za mesta trgovanja, veličinu tiketa, stvaranje tržišta, asimetrične skokove brzine i trgovinske naknade . Opšti

⁶⁶Videti ESMA, „Izveštaj o pregledu MiFID II/ MiFIR br. 1 – O razvoju cena za podatke pre i posle trgovine i na konsolidovanoj traci za instrumente kapitala“, ESMA70-156-1606, 5. decembar 2019.

⁶⁷Videti ESMA, „MiFID II/ MiFIR izveštaj o pregledu algoritamskog trgovanja“, ESMA70-156-4572, 28. septembar 2021.

rezultat procene je da je većina odredbi postigla svoj cilj. Ipak, ESMA je preporučila neke promene u zakonodavstvu nivoa 1 i nivoa 2.

- Uticaj MiFID II na istraživanje malih i srednjih preduzeća i investicija sa fiksnim prihodom:⁶⁸
 - MiFID II pravila ograničila su načine na koje menadžeri imovine mogu da plaćaju istraživanje i zahtevala odvajanje plaćanja za usluge istraživanja i izvršenja. Kao posledica toga, prosečni budžet menadžera sredstava za eksterno istraživanje kapitala je opao za oko 20-30%, dostupnost istraživanja kapitala MSP je smanjena, a likvidnost kapitala MSP je opala.
- Uredba (EU) 596/2014 (MAR) i Direktiva 2014/57/EU (CSMAD):
 - Izveštaj o pregledu MAR:⁶⁹
 - ESMA je zaključila da može postojati regulatorni jaz u oblasti promptno deviznih ugovora i preporučila je dalju analizu prikladnosti uspostavljanja regulatornog režima EU o zloupotrebi tržišta na deviznim spot tržištima.
 - programe otkupa i pojednostavljenje izveštavanja.
 - ESMA je preporučila da se ne menjaju odredbe koje se odnose na odloženo obelodanjivanje, ali se složila da uslovi za odlaganje obelodanjivanja predstavljaju izazove u tumačenju, ESMA je predložila da preispita svoje smernice kako bi se dodatno razjasnila tema.
 - ESMA je preporučila da se pojačaju odredbe u vezi sa sondiranjem tržišta, uprkos mišljenju većine ispitanika da je režim obaveznog sondiranja tržišta previše opterećujući i nesrazmeran.
 - ESMA je preporučila održavanje režima insajderskih lista u MAR-u, uz usvajanje nekoliko amandmana.
 - ESMA je preporučila da se od mesta trgovanja i sistematskih internalizatora zahteva da evidentiraju i izveštavaju podatke iz knjige naloga u elektronskom i mašinski čitljivom obliku.
- Uredba (EU) 2017/1129 (PR): nije pronađeno

⁶⁸Vidi Evropska komisija, „Uticaj MiFID II na istraživanje malih i srednjih preduzeća i ulaganja u fiksni prihod – Final Report“, Risk Control Limited, april 2020.

⁶⁹Videti ESMA, „Izveštaj o pregledu MAR“, ESMA70-156-2391, 23. septembar 2020.

- Direktiva 97/9/EC (šeme kompenzacije za investitore): noviji dokument nije pronađen
- Direktiva (EU) 2019/2034 (IFD) i Uredba (EU) 2019/2033 (IFR): nije pronađeno
- Uredba (EU) 909/2014 (CSDR):
 - Izveštaj Komisije Evropskom parlamentu i Savetu prema članu 75 CSDR:⁷⁰
 - Procena ne ukazuje na potrebu da se učine fundamentalne promene u većini osnovnih zahteva CSDR-a. Ipak, potrebno je dalje razmatranje nekih pitanja, uglavnom u vezi sa opterećujućim zahtevima, konvergencijom nadzora među organima uključenim u nadzor CSD-a i olakšavanjem pružanja pomoćnih usluga bankarskog tipa.
- Direktiva 98/26/EC (SFD) i Direktiva 2002/47/EC (FCD):
 - Izveštaj Komisije Evropskom parlamentu i Savetu o reviziji konačnosti poravnanja u sistemima plaćanja i poravnanja hartija od vrednosti i aranžmana finansijskog obezbeđenja:⁷¹
 - Na osnovu pregleda, Komisija je zaključila da su obe direktive dobro funkcionisale i da se čini da nije potreban veći remont SFD i FCD. Međutim, Komisija je odlučila da predloži amandman kao deo revizije Direktive o platnim uslugama kako bi se proširio delokrug SFD-a na platne institucije i institucije za elektronski novac.
- Direktiva 2009/65/EC (UCITS direktiva) i Direktiva 2011/61/EU (AIFMD):
 - Izveštaj o radu AIFMD-a:⁷²
 - Pregledom je utvrđeno da je AIFMD odigrao glavnu ulogu u pomaganju u stvaranju unutrašnjeg tržišta za AIF-ove i harmonizovanog i strogog regulatornog i nadzornog okvira za AIF-ove.
 - Međutim, pregled je pokazao da se AIFMD ne primenjuje dosledno među državama članicama i da je nekim oblastima potrebno dalje usklađivanje.

⁷⁰Vidi Evropska komisija, „Izveštaj Komisije Evropskom parlamentu i Savetu prema članu 75 Uredbe (EU) br. 909/2014“, COM(2021)348, 1. jul 2021.

⁷¹Vidi Evropska komisija, „Izveštaj Komisije Evropskom parlamentu i Savetu o pregledu konačnosti poravnanja u sistemima plaćanja i poravnanja hartija od vrednosti, uključujući njegovu primenu na domaće institucije koje učestvuju u sistemima trećih zemalja i aranžmana finansijskog kolaterala prema Direktivama 98/26/EC i 202/47/EC“, COM(2023)345, 28. jun 2023

⁷²Videti Evropska komisija, „Izveštaj o radu Direktive o alternativnim investicionim fondovima (AIFMD) – Direktiva 2011/61/EU“, KPMG, FISMA/2016/105(02)/C, 10. decembar 2018.

- Određeni broj država članica primenjuje dodatne odredbe na AIFM-ove ispod praga, na osnovu nacionalnog diskrecionog prava, što otežava izolovanu procenu uticaja odredbi o pragu AIFMD-a.
 - Postoji prostor za poboljšanje zahteva za izveštavanje, harmonizaciju i pojašnjenje metodologija obračuna za leveridž, pravila vrednovanja, pravila o naknadama, funkcionalno i hijerarhijsko razdvajanje, pravila o depozitarima, pravila o razdvajanju sredstava i obelodanjivanje investitorima. Zahtevi koji se odnose na ulaganja u kompanije koje ne kotiraju na berzi smatraju se preteranim.
- ESMA-ino pismo Evropskoj komisiji ⁷³: ESMA je predložila niz izmena AIFMD-a i UCITS-a kako bi se uskladila dva režima, razjasnile neke specifične teme i poboljšao prekogranični nadzor i poslovanje fondova.
- Direktiva 2004/109/EC (Direktiva o transparentnosti):
 - Izveštaj o proceni Direktive o transparentnosti ⁷⁴:
 - Pregledom je utvrđeno da velika većina zainteresovanih strana smatra da je Direktiva korisna za pravilno i efikasno funkcionisanje tržišta. Međutim, dve glavne tačke su često isticane kao prepreke: opcija data državama članicama da usvoje strože zahteve stvorila je skupe probleme u implementaciji, a odsustvo fleksibilnijih pravila za MSP čini zahteve previše zahtevnim za njih.
 - Izveštaj predstavlja niz predloženih poboljšanja u vezi sa različitim temama analiziranim u Izveštaju.
- Direktiva 2004/25/EC o ponudama za preuzimanje:
 - Izveštaj o proceni Direktive o ponudama za preuzimanje ⁷⁵:
 - Direktiva je transponovana u svim zemljama i nije se pojavilo nikakvo suštinsko pitanje usklađenosti. Direktiva je dovela do značajnih poboljšanja u pogledu njenih ciljeva: koordinacije u vezi sa prekograničnim ponudama,

⁷³Videti ESMA, ESMA34-32-550, 18. avgust 2020

⁷⁴Videti Generalni direktorat za unutrašnje tržište i usluge Evropske komisije, „Izveštaj o proceni direktive o transparentnosti”, Mazars, 2009.

⁷⁵Videti Generalni direktorat Evropske komisije za unutrašnje tržište i usluge, „Izveštaj o proceni Direktive o ponudama za preuzimanje, Marccus Partners i CEPS, 2010.

opštih principa, obelodanjivanja, pravila obavezne ponude, pravila o istiskivanju i prodaji. Ipak, dat je niz preporuka za pojašnjenje i poboljšanje.

- Izveštaj Komisije o primeni Direktive 2004/25/EC:⁷⁶
 - Pregledom je utvrđeno da režim stvoren Direktivom funkcioniše na zadovoljavajući način. Nisu se pojavila pitanja strukturalne usklađenosti u vezi sa primenom pravnog okvira u državama članicama.
 - Ipak, postoje oblasti u kojima se pravila mogu dodatno razjasniti. Na primer, koncept „saglasnog delovanja“ zaslužuje pojašnjenje, nacionalna odstupanja od pravila o obaveznim ponudama nisu uvek jasna, dobrovoljne ponude se ponekad koriste da bi se zaobišlo pravilo obaveznih ponuda, a predstavnici zaposlenih su naznačili da nisu zadovoljni kako se štite prava zaposlenih.

⁷⁶Videti Evropska komisija, „IZVEŠTAJ Komisije Evropskom parlamentu, Savetu, Evropskom ekonomskom i socijalnom komitetu i Komitetu regiona – Primena Direktive 2004/25/EC o ponudama za preuzimanje“, COM(2012)347, 28. jun 2012

ANEKS 4: Tabele uticaja

1 Obrazac za procenu ekonomskog uticaja

Kategorija ekonomskih uticaja	Glavni uticaj	Da li se očekuje da će se desiti ovaj uticaj?		Broj pogođenih organizacija, kompanija i /ili pojedinaca	Očekivana korist ili trošak uticaja	Željeni nivo analize
		Da	br			
Radna mesta ⁷⁷	Da li će se trenutni broj radnih mesta povećati?	Da		Visoko	Visoko	
	Hoće li se sadašnji broj poslova smanjiti?		br			
	Da li će to uticati na nivo plaćanja ?	Da		Visoko	Visoko	
	Da li će to olakšati pronalaženje posla?	Da		Visoko	Visoko	
Poslovanje	Da li će to uticati na pristup finansiranju poslovanja?	Da		Visoko	Visoko	
	Da li će određeni proizvodi biti uklonjeni sa tržišta?		br			
	određeni proizvodi biti dozvoljeni na tržištu?	Da			Visoko	
	Hoće li preduzeća biti prisiljena da se zatvore?		br			
	nova preduzeća?	Da		Visoko	Visoko	
Administrativno opterećenje	Da li će preduzeća biti primorana da se pridržavaju obaveza pružanja novih informacija?	Da		Nisko	Visoko	
	Da li su obaveze pružanja informacija preduzećima pojednostavljene?		br			
Trgovina	Da li se očekuje da će se trenutni tokovi uvoza promeniti?		br			

⁷⁷Kada utiče na radna mesta, biće i socijalnih uticaja.

	Da li se očekuje da će se trenutni tokovi izvoza promeniti?		br			
Transport	Da li će to uticati na putnike i/ili teretni transport?		br			
	Da li će biti promena u vremenu potrebnom za prevoz putnika i/ili tereta?		br			
Investicije	Da li se od kompanija očekuje da investiraju u nove aktivnosti?	Da		Visoko	Visoko	
	Da li se od kompanija očekuje da otkazu ili odlože investicije za kasnije?		br			
	ulaganja iz dijaspora?	Da		Visoko	Visoko	
	Da li će dijaspora smanjiti ulaganja?		br			
	Da li će se strane direktne investicije povećati?	Da		Visoko	Visoko	
	strane investicije smanjiti?		br			
Konkurentnost	Da li će cena proizvoda poslovanja, kao što je struja, porasti?		br			
	Da li će biti snižene cene preduzeća kao što je struja?		br			
	Da li je verovatno da će se promovisati inovacije i istraživanja?	Da		Visoko	Visoko	
	Da li je verovatno da će inovacije i istraživanja biti ometani?		br			
Uticaj na MSP	Da li su kompanije prvenstveno pogođene MSP?	Da		Visoko	Visoko	
Cene i konkurencija	Da li će se broj robe i usluga dostupnih preduzećima ili potrošačima povećati?	Da		Visoko	Visoko	
	Da li će se broj robe i usluga dostupnih preduzećima ili potrošačima smanjiti?		br			
	Da li će se cene postojećih dobara i usluga povećati?		br			
	Da li će cene postojeće robe i usluga biti snižene?	Da		Nisko	Nisko	

Regionalni ekonomski uticaji	Da li će neki određeni sektor poslovanja biti pogođen?	Da				
	Da li je ovaj sektor koncentrisan u određenom regionu?		br			
Sveukupni ekonomski razvoj	uticati na budući ekonomski rast ?	Da		Visoko	Visoko	
	Da li bi to moglo da utiče na stopu inflacije?		br			

2 Obrazac procene društvenih uticaja

Kategorija društvenih uticaja	Glavni uticaj	Da li se očekuje da će se ovaj uticaj desiti?		Broj pogođenih organizacija, kompanija i/ili pojedinaca	Očekivana korist ili trošak uticaja	Željeni nivo analize
		Da	br			
Radna mesta ⁷⁸	Da li će se sadašnji broj radnih mesta povećati?	Da		Visoko	Visoko	
	Hoće li se sadašnji broj radnih mesta smanjiti?		br			
	Da li su radna mesta u određenom sektoru pogođena?		br			
	Da li će to uticati na nivo plate?	Da		Visoko	Visoko	
	Da li će to uticati na lakše pronalaženje posla?	Da		Visoko	Visoko	
Regionalni društveni uticaji	Da li su društveni uticaji koncentrisani u određenom regionu ili gradovima?		br			
Radni uslovi	Da li su ugrožena radnička prava?		br			
	Da li su standardi za rad u opasnim uslovima dalekovidni?		br			
	Da li će to uticati na način na koji se razvija socijalni dijalog između zaposlenih i poslodavaca?		br			
Socijalna inkluzija	Da li će to uticati na siromaštvo?	Da		Nisko	Nisko	
	Da li je ugrožen pristup šemama socijalne zaštite?		br			
	Da li će se promeniti cena osnovnih dobara i usluga?		br			
	Da li će to uticati na finansiranje ili organizaciju šema socijalne zaštite?		br			

⁷⁸Kada to utiče na radna mesta, biće i ekonomskih uticaja.

Obrazovanje	Da li će to uticati na osnovno obrazovanje?		br			
	Da li će to uticati na srednje obrazovanje?		br			
	Da li će to uticati na visoko obrazovanje?		br			
	Da li će to uticati na stručno usavršavanje?		br			
	Da li će to uticati na obrazovanje radnika i doživotno učenje?		br			
	Da li će to uticati na organizaciju ili strukturu obrazovnog sistema?		br			
	Da li će to uticati na akademske slobode i samoupravu?		br			
Kultura	Da li opcija utiče na kulturnu raznolikost?		br			
	Da li opcija utiče na finansiranje kulturnih organizacija?		br			
	Da li opcija utiče na mogućnosti da ljudi imaju koristi od kulturnih aktivnosti ili učestvuju u njima?		br			
	Da li opcija utiče na očuvanje kulturnog nasleđa?		br			
Upravljanje	Da li opcija utiče na sposobnost građana da učestvuju u demokratskom procesu?		br			
	Da li se svi tretiraju jednako?	Da				
	Da li će javnost biti bolje informisana o konkretnim pitanjima?	Da		Visoko	Visoko	
	Da li opcija utiče na rad političkih partija?		br			
	Da li će to uticati na civilno društvo?		br			
Javno zdravlje i bezbednost ⁷⁹	Da li će to uticati na živote ljudi, kao što su očekivani životni vek ili stope smrtnosti?		br			
	Da li će to uticati na kvalitet hrane?		br			
	Da li će se zdravstveni rizik povećati ili smanjiti zbog štetnih supstanci?		br			

⁷⁹Kada postoji uticaj na javno zdravlje i bezbednost, onda postoje i uticaji na životnu sredinu.

	Da li će biti uticaja na zdravlje usled promena nivoa buke ili kvaliteta vazduha, vode i/ili zemljišta?		br			
	Da li će biti posledica po zdravlje usled promena u upotrebi energije?		br			
	Da li će biti posledica po zdravlje usled promena u odlaganju otpada?		br			
	Da li će to uticati na način života ljudi, kao što je nivo interesovanja za sport, promene u hranljivim materijama ili promene u upotrebi duvana ili alkohola?		br			
	Da li postoje određene grupe koje se suočavaju sa znatno većim rizicima od drugih (definisani faktorima, kao što su starost, pol, invaliditet, društvena grupa ili region)?		br			
Kriminal i bezbednost	Da li su šanse da kriminalci budu uhvaćeni?		br			
	Da li kriminal utiče na potencijalni profit?		br			
	Da li to utiče na nivo korupcije?		br			
	Da li je pogođen kapacitet za sprovođenje zakona?		br			
	Ima li uticaja na prava i sigurnost žrtava zločina?		br			

3 Obrazac procene uticaja na životnu sredinu

Kategorija uticaja na životnu sredinu	Glavni uticaj	Da li se očekuje da će se ovaj uticaj desiti?		Broj pogođenih organizacija, kompanija i/ili pojedinaca Visoko/nisko	Očekivana korist ili trošak uticaja Visoko/nisko	Željeni nivo analize
		Da	br			
Održiva klima i životna sredina	Da li će to uticati na emisiju gasova staklene bašte (ugljen-dioksid, metan itd.)?		br			
	Da li će to uticati na potrošnju goriva?		br			
	Da li će se raznolikost resursa koristiti za proizvodnju energije?		br			
	Da li će biti razlike u ceni za ekološki prihvatljive proizvode?		br			
	Da li će određene aktivnosti postati manje zagađujuće?		br			
Kvalitet vazduha	Da li će to uticati na emisiju zagađivača vazduha?		br			
Kvalitet vode	Da li opcija utiče na kvalitet slatke vode?		br			
	Da li opcija utiče na kvalitet podzemne vode?		br			
	Da li opcija utiče na izvore vode za piće?		br			
Kvalitet zemljišta i korišćenje zemljišta	Da li će to uticati na kvalitet zemljišta (u smislu zakiseljavanja, zagađenja, upotrebe pesticida ili herbicida)?		br			
	Da li će to uticati na eroziju zemljišta?		br			
	Hoće li zemlja biti izgubljena?		br			
	Hoće li se zemlja dobiti (dekontaminacijom, itd.)?		br			
	Da li će biti promena u korišćenju zemljišta (p.š. sa eksploatacije šuma na poljoprivrednu ili urbanu eksploataciju)?		br			
Otpad i reciklaža	Hoće li se količina otpada promeniti?		br			

	Da li će se promeniti načini na koje se postupa sa otpadom?		br			
	Da li će to uticati na mogućnosti reciklaže?		br			
Korišćenje resursa	Da li opcija utiče na korišćenje obnovljivih izvora (riblji fond, hidroenergija, solarna energija, itd.)?		br			
	Da li opcija utiče na korišćenje resursa koji nisu obnovljivi (podzemne vode, minerali, uglj itd.)?		br			
Skala ekoloških rizika	Da li će biti bilo kakvog uticaja na verovatnoću opasnosti, kao što su požari, eksplozije ili nesreće?		br			
	Da li će to uticati na spremnost u slučaju elementarnih nepogoda?		br			
	Da li je zaštita društva pogođena prirodnim katastrofama?		br			
Biodiverzitet, flora i fauna	Da li će to uticati na zaštićene ili ugrožene vrste ili područja u kojima žive?		br			
	Da li će to uticati na veličinu ili veze između prirodnih područja?		br			
	Da li će to uticati na broj vrsta u datom području?		br			
Dobrobit životinja	Da li će to uticati na tretman životinja?		br			
	Da li će zdravlje životinja biti pogođeno?		br			
	Da li će to uticati na kvalitet i bezbednost hrane za životinje?		br			

4 Obrazac procene uticaja osnovnih prava

Kategorija uticaja na osnovna prava	Glavni uticaj	Da li se očekuje da će se ovaj uticaj desiti?		Broj pogođenih organizacija, kompanija i/ili pojedinaca	Očekivana korist ili trošak uticaja	Željeni nivo analize
		Da	br			
Dostojanstvo	Da li opcija utiče na dostojanstvo ljudi, njihovo pravo na život ili integritet osobe?		br			
Sloboda	Da li opcija utiče na pravo na slobodu pojedinaca?		br			
	Da li opcija utiče na pravo osobe na privatnost?		br			
	Da li opcija utiče na pravo na sklapanje braka ili osnivanje porodice?		br			
	Da li opcija utiče na pravnu, ekonomsku ili socijalnu zaštitu pojedinaca ili porodica?		br			
	Da li opcija utiče na slobodu misli, savesti ili veroispovesti?		br			
	Da li opcija utiče na slobodu govora?		br			
	Da li opcija utiče na slobodu okupljanja ili udruživanja?		br			
Lični podaci	Da li opcija obrade uključuje lične podatke?		br			
	Da li su prava pojedinca na pristup, ispravku i prigovor zagarantovana?		br			
	Da li je način na koji se obrađuju lični podaci jasan i dobro zaštićen?		br			
Azil	Da li ova opcija utiče na pravo na azil?		br			
Prava svojine	Da li će imovinska prava biti pogođena?		br			
	Da li opcija utiče na slobodu poslovanja?		br			

Jednak tretman ⁸⁰	Da li opcija štiti princip jednakosti pred zakonom?	Da				
	Da li je verovatno da će određene grupe biti direktno ili indirektno oštećene diskriminacijom (p.š. svaka diskriminacija na osnovu pola, rase, boje kože, etničke pripadnosti, političkog ili drugog mišljenja, starosti ili seksualne orijentacije)?		br			
	Da li opcija utiče na prava osoba sa invaliditetom?		br			
Prava dece	Da li opcija utiče na prava dece?		br			
Dobro upravljanje	Da li će administrativne procedure postati komplikovanije?		br			
	Da li se utiče na način na koji administracija donosi odluke (transparentnost, proceduralna blagovremenost, pravo na pristup dosijeu, itd.)?		br			
	O krivičnom pravu i propisanim kaznama: da li su ugrožena prava tuženog?		br			
	Da li je ugrožen pristup pravdi?		br			

⁸⁰Rodna ravnopravnost je obrađena u *Proceni uticaja na pol*

ANEKS5: Detaljna analiza zakonodavstva EU-a koje treba transponovati

Direktiva 2014/65/EU – MiFID II		
	Obavezno	Primena
Naslov I – Delokrug i definicije		
Član 1 – Delokrug	Da	Neposredna primena.
Član 2 - Izuzeća	Da	Neposredna primena.
Član 3 – Neobavezna izuzeća	Ne	Dozvoliti regulatornom organu da od slučaja do slučaja izuzme određena lica pod uslovom da su svi uslovi iz člana ispunjeni.
Član 4 – Definicije	Da	Neposredna primena. Određene definicije mogu biti izostavljene ako srodne odredbe nisu uključene u zakon. Ne preporučuje se opcija uključivanja subjekata koji nisu pravna lica u definiciju investicione firme.
Naslov II – Ovlašćenje i uslovi poslovanja za investicione firme		
Član 5 – Zahtevi za ovlašćenje	Da	Neposredna primena.
Član 6 – Obim ovlašćenja	Da	Neposredna primena.
Član 7 – Procedure za odobravanje i odbijanje zahteva za ovlašćenje	Da	Neposredna primena.
Član 8 – Povlačenje ovlašćenja	Da	Neposredna primena.
Član 9 – Organ upravljanja	Da	Neposredna primena. Ne preporučuje se opcija ovlašćivanja investicionih firmi koja su fizička lica. Ne preporučuje se ni opcija dozvoljavanja samo jednom licu da upravlja investicionom firmom.
Član 10 – Akcionari i članovi sa kvalifikovanim udelima	Da	Neposredna primena.
Član 11 – Obaveštenje o predloženim akvizicijama	Da	Neposredna primena.
Član 12 – Period procene	Da	Neposredna primena.
Član 13 – Procena	Da	Neposredna primena.
Član 14 – Članstvo u ovlašćenoj šemi kompenzacije investitora	Da	Neposredna primena.
Član 15 – Početna kapitalna zadužbina	Da	Neposredna primena. Član 15. upućuje na član 9. Direktive (EU) 2019/2034. Preporučuje se da se član transponuje bez preuzimanja svih drugih složenijih zahteva iz Direktive (EU) 2019/2034.
Član 16 – Organizacioni zahtevi	Da	Neposredna primena. Opcija nametanja strožih zahteva što se tiče zaštite imovine klijenata ne smatra se neophodnom u ovoj fazi razvoja kada ne postoji praksa.
Član 16a – Izuzeci od zahteva za upravljanje proizvodima	Da	Neposredna primena.
Član 17 – Algoritamsko trgovanje	Da	Neposredna primena. Međutim, verovatnoća da će se algoritamsko trgovanje odvijati u Republici

		Kosovo je veoma mala, članak se za sada može preskočiti.
Član 18 – Procesi trgovanja i finalizacija transakcija u MTF i OTF	Da	Neposredna primena.
Član 19 – Posebni zahtevi za MTF-e	Da	Neposredna primena.
Član 20 – Posebni zahtevi za OTF-e	Da	Neposredna primena.
Član 21 – Redovno preispitivanje uslova za početno ovlašćenje	Da	Neposredna primena.
Član 22 – Opšta obaveza u pogledu tekućih nadzora	Da	Neposredna primena.
Član 23 – Sukob interesa	Da	Neposredna primena.
Član 24 – Opšti principi i informacije za klijente	Da	Neposredna primena. Opcija omogućavanja da se informacije daju klijentima u standardizovanom formatu je prihvaćena kako bi se izbegla zabuna i olakšalo poštovanje. Opcija nametanja dodatnih zahteva u izuzetnim slučajevima preporučuje se kako bi se regulatornom telu obezbedila fleksibilnost.
Član 25 – Procena podobnosti i primerenosti i izveštavanje klijenata	Da	Neposredna primena.
Član 26 – Pružanje usluga posredstvom druge investicione firme	Da	Neposredna primena.
Član 27 – Obaveza izvršenja naloga pod uslovima koji su najpovoljniji za klijenta	Da	Neposredna primena.
Članci 28 – Pravila za rukovanje narudžbinama klijenata	Da	Neposredna primena. Opcija ispunjavanja zahteva iz stava 2. prenošenjem limitiranog naloga na mesto trgovanja se prihvata da bi se olakšala usklađenost.
Član 29 – Obaveze investicionih društava pri imenovanju vezanih agenata (posrednika)	Da	Neposredna primena. Opcija da se dozvoli vezanim agentima (posrednicima) da drže novac i/ili finansijske instrumente klijenata se ne preporučuje jer dodaje nepotrebne rizike na tržištu u nastajanju na kojem nema vezanih agenata (posrednika). Prihvaćena je opcija praćenja vezanih agenata da bi se ublažili rizici vezani za ovu vrstu posrednika.
Član 29a – Usluge pružene profesionalnim klijentima	Da	Neposredna primena.
Član 30 – Transakcije koje se sprovode sa kvalifikovanim kontrastranama	Da	Neposredna primena. Opcija priznavanja drugih preduzeća kao kvalifikovane druge strane se ne preporučuje u ovoj početnoj fazi tržišta.
Član 31 – Praćenje poštovanja sa pravilima MTF-a ili OTF-a i sa drugim zakonskim obavezama	Da	Neposredna primena.

Član 32 – Obustava i uklanjanje finansijskih instrumenata iz trgovanja na MTF-u ili OTF-u	Da	Neposredna primena.
Član 33 – Tržišta rasta MSP-a	Da	Neposredna primena. Tržišta rasta MSP-a su posebna vrsta MTF-a koji ciljaju na MSP-e. Uzimajući u obzir fazu razvoja tržišta kapitala u Republici Kosovo i veličinu kompanija, preporučuje se da se ovaj član uključi da bi se imalo korist od izuzeća vezanih za MAR, Transparentnost, Prospekt itd.
Član 34 – Sloboda za pružanje investicionih usluga i aktivnosti	Da	Primenite kada se Republika Kosovo pridruži EU-u. Član 34. se bavi prekograničnim aktivnostima unutar EU-a.
Član 35 – Osnivanje ogranka (filijale)	Da	Primenite kada se Republika Kosovo pridruži EU-u. Član 35. se bavi prekograničnim aktivnostima unutar EU-a.
Član 36 – Pristup regulisanim tržištima	Da	Primenite kada se Republika Kosovo pridruži EU-u. Član 36 se bavi prekograničnim aktivnostima unutar EU-a. Može biti korisno razmotriti da li da se dozvoli stranim investicionim firmama da direktno pristupe regulisanim tržištima u Republici Kosovo.
Član 37 – Pristup CCP-u, objektima kliringa i poravnanja i pravo na određeni sistem poravnanja	Da	Primenite kada se Republika Kosovo pridruži EU-u. Član 37 se bavi prekograničnim aktivnostima unutar EU-a. U zavisnosti od odluke donete u skladu sa članom 36, može biti korisno razmotriti davanje pristupa stranim investicionim firmama CSD-u i sistemu poravnanja hartija od vrednosti.
Član 38 – Odredbe u vezi sa CCP-ima, aranžmanima kliringa i poravnanja u vezi sa MTF-ima	Da	Primenite kada se Republika Kosovo pridruži EU-u. Article 38 deals with cross-border activities within the EU.
Član 39 – Osnivanje ogranka (filijale)	Ne	Države članice mogu zahtevati da firma iz treće zemlje koja namerava da pruža investicione usluge ili obavlja investicione aktivnosti osnuje filijalu. Preporučljivo je koristiti ovaj pristup.
Član 40 – Obaveza za pružanja informacija	Ne	U zavisnosti od odluke iz člana39.
Član 41 – Davanje ovlašćenja	Ne	U zavisnosti od odluke iz člana39.
Član 42 – Pružanje usluga na isključivu inicijativu klijenata	Da	Neposredna primena.
Član 43 – Oduzimanje (Povlačenje) ovlašćenja	Ne	U zavisnosti od odluke iz člana39.
Naslo III – Regulisana tržišta		
Član 44 – Ovlašćenje i važeći zakon	Da	Neposredna primena. Odredba koja se bavi mogućnošću da su operater tržišta i regulisano tržište iz različitih jurisdikcija EU-a nije neophodna pre nego što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Član 45 – Uslovi za organ upravljanja operatora tržišta	Da	Neposredna primena.
Član 46 – Uslovi koji se odnose na lica koja vrše značajan uticaj	Da	Neposredna primena.

na upravljanje regulisanim tržištem		
Član 47 – Organizacioni zahtevi	Da	Neposredna primena.
Član 48 – Otpornost sistema, prekidači i elektronsko trgovanje	Da	Neposredna primena. Preporučuje se opcija da se regulisanim tržištima omogući da naplaćuju veće naknade za otkazane narudžbe.
Član 49 – Veličine Oznake	Da	Neposredna primena.
Član 50 – Sinhronizacija radnog sata	Da	Neposredna primena.
Član 51 – Prihvatanje finansijskih instrumenata u trgovanje	Da	Neposredna primena.
Član 52 – Obustava i uklanjanje finansijskih instrumenata iz trgovanja na regulisanom tržištu	Da	Neposredna primena.
Član 53 – Pristup uređenom tržištu	Da	Neposredna primena.
Član 54 – Praćenje poštovanja pravila uređenog tržišta i drugih zakonskih obaveza	Da	Neposredna primena.
Član 55 – Odredbe u vezi sa CCP-om i aranžmanima za kliring i poravnanje	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU.
Član 56 – Spisak regulisanih tržišta	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU.
Naslov IV – Ograničenja pozicija i kontrole upravljanja pozicijom u robnim derivatima i izveštavanju		
Član 57 – Član 58	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u. Odredbe nisu relevantne zbog veoma male verovatnoće da će se robni derivati pojaviti u bliskoj budućnosti.
Naslov VI – Nadležni organi (vlasti)		
Član 67 – Određivanje nadležnih organa (vlasti)	Da	Neposredna primena.
Član 68 – Saradnja između organa (vlasti) u istoj državi članici	Ne	Zavisi od toga da li postoji više od jednog nadležnog organa u jurisdikciji.
Član 69 – Nadzorna ovlašćenja	Da	Neposredna primena.
Član 70 – Sankcije za kršenja	Da	Neposredna primena. Opcija da se ne propisuje administrativna sankcija ako je kršenje podložno krivičnoj sankciji prema nacionalnom zakonu. Opcija izricanja drugih vrsta sankcija ili da se izriče veće kazne zavisi od ovlašćenja regulatora u Republici Kosovo, ali se u ovom trenutku ne čini neophodnom.
Član 71 – Objavljivanje odluka	Da	Neposredna primena.
Član 72 – Vršenje nadzornih ovlašćenja i ovlašćenja za izricanje sankcija	Da	Neposredna primena.
Član 73 – Prijavljivanje kršenja	Da	Neposredna primena.
Član 74 – Pravo žalbe	Da	Neposredna primena.

Član 75 – Vansudski mehanizam za žalbe potrošača	Da	Neposredna primena.
Član 76 – Profesionalna tajna	Da	Neposredna primena.
Član 77 – Odnosi sa revizorima	Da	Neposredna primena.
Član 78 – Zaštita podataka	Da	Neposredna primena.
Član 79 – Član 87	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u. Članovi 79 do 87 bave se obavezom za saradivanje između nadležnih organa (vlasti) država članica i ESMA-e.
Član 88 – Razmena informacija sa trećim zemljama (državama)	Da	Neposredna primena.
ANEKSI – Spisak usluga i aktivnosti i finansijskih instrumenata	Da	Neposredna primena.
ANEKSII – Profesionalni klijenti u svrhu ove Direktive	Da	Neposredna primena. Za ublažavanje rizika preporučuje se opcija donošenja posebnih kriterijuma za procenu stručnosti opština i lokalnih javnih organa (vlasti) koji traže da budu tretirani kao profesionalni klijent.

Uredba (EU) 596/2014 – MAR		
	Obavezno	Primena
Poglavlje 1 – Opšte odredbe		
Član 1 – Predmet (Tematika)	Da	Neposredna primena.
Član 2 - Delokrug	Da	Neposredna primena. Da li će se u ovom trenutku uključiti trgovina emisijskim dozvolama?
Član 3 - Definicije	Da	Neposredna primena.
Član 4 – Obaveštenja i spisak finansijskih instrumenata	Da	Neposredna primena.
Član 5 – Izuzeće za programe ponovne kupovine i stabilizacije	Da	Neposredna primena.
Član 6 – Izuzeće za aktivnosti upravljanja monetarnim i javnim dugom i aktivnosti klimatske politike	Da	Neposredna primena.
Poglavlje 2 – Informacije iznutra, bavljenje iznutra, nezakonito otkrivanje informacija iznutra i manipulacija tržištem		
Član 7 – Informacije iznutra	Da	Neposredna primena.
Član 8 – Bavljenje iznutra	Da	Neposredna primena.
Član 9 – Legitimno ponašanje	Da	Neposredna primena.
Član 10 – Nezakonito otkrivanje informacija iznutra	Da	Neposredna primena.
Član 11 – Tržišna interakcija	Da	Neposredna primena.
Član 12 – Manipulisanje tržištem	Da	Neposredna primena.
Član 13 – Prihvaćene tržišne prakse	Da	Neposredna primena. Odredbe moraju biti prilagođene zahtevu da se obaveštava ESMA
Član 14 – Zabrana bavljenja iznutra i nezakonitog otkrivanja informacija iznutra	Da	Neposredna primena.
Član 15 – Zabrana manipulisanja tržištem	Da	Neposredna primena.
Član 16 – Sprečavanje i otkrivanje zloupotrebe tržišta	Da	Neposredna primena.
Chapter 3 – Disclosure requirements		
Član 17 - Javno otkrivanje informacija iznutra	Da	Neposredna primena. Da bi se smanjio administrativni teret, preporučuje se opcija obezbeđivanja evidencije Prijave u vezi sa odloženim otkrivanjem informacija iznutra.
Član 18 – Liste insajdera	Da	Neposredna primena. Opcija proširenja opsega insajderskih lista za MSP-e se ne preporučuje kako se ne bi povećao administrativni teret.
Član 19 – Transakcije menadžera	Da	Neposredna primena.
Član 20 – Investicione preporuke i statistika	Da	Neposredna primena.
Član 21 – Otkrivanje ili širenje informacija u medijima	Da	Neposredna primena.

Poglavlje 4 – ESMA i nadležni organi (vlasti)		
Član 22 – Nadležni organi (vlasti)	Da	Neposredna primena.
Član 23 – Ovlašćenja nadležnih organa	Da	Neposredna primena.
Član 24 – Saradnja sa ESMA-om	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Član 25 – Obaveza za saradivanje	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Član 26 – Saradnja sa trećim zemljama	Da	Neposredna primena.
Član 27 – Profesionalna tajna	Da	Neposredna primena.
Član 28 – Zaštita podataka	Da	Neposredna primena.
Član 29 – Otkrivanje ličnih podataka trećim zemljama	Da	Neposredna primena.
Poglavlje 5 – Administrativne mere i sankcije		
Član 30 – Upravne sankcije i druge upravne mere	Da	Neposredna primena. O opciji da se ne utvrđuju administrativne sankcije tamo gde su kršenja već podložni krivičnim sankcijama odlučuje Republika Kosovo. Opcija davanja dodatnih ovlašćenja regulatornom organu i viših nivoa sankcija ne izgleda neophodno u ovoj početnoj fazi tržišta.
Član 31 – Vršenje nadzornih ovlašćenja i izricanje sankcija	Da	Neposredna primena.
Član 32 – Prijavljivanje prekršaja	Da	Neposredna primena. Opcija pružanja finansijskih podsticaja licima koja nude relevantne informacije o potencijalnim povredama zavisi od toga da li je to dozvoljeno opštim pravnim okvirom u Republici Kosovo.
Član 33 – Razmena informacija sa ESMA-om	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Član 34 – Objavljivanje odluka	Da	Neposredna primena.
ANEKSI	Da	Neposredna primena.
Direktiva 2014/57/EU – CSMAD		
	Obavezno	Primena
Član 1 – Predmet (tematika) i delokrug	Da	Neposredna primena.
Član 2 - Definicije	Da	Neposredna primena.
Član 3 – Insajdersko bavljenje, preporučivanje ili navođenje drugog lica da se bavi insajderskim poslovima	Da	Neposredna primena.
Član 4 – Nezakonito otkrivanje informacija iznutra	Da	Neposredna primena.
Član 5 – Manipulisanje tržištem	Da	Neposredna primena.
Član 6 – Podsticanje, pomaganje i podržavanje i pokušaj	Da	Neposredna primena.
Član 7 – Krivične kazne za fizička lica	Da	Neposredna primena.

Član 8 – Odgovornost pravnih lica	Da	Neposredna primena.
Član 9 – Sankcije za pravna lica	Da	Neposredna primena. Da li će biti krivičnih sankcija protiv pravnih lica zavisi od okvira krivičnih sankcija u Republici Kosovo (da li pravna lica mogu biti odgovorna po krivičnom zakonu?)
Član 10 - Nadležnost	Da	Neposredna primena. Da li je krivičnopravni okvir u Republici Kosovo u skladu sa zahtevima iz člana 10?
Član 11 - Obuka	Da	Neposredna primena. Hoće li se ovaj uslov (zahtev) uvesti u zakon?

Uredba (EU) 2017/1129 – Uredba o prospektu		
	Obaveza	Primena
Poglavlje I – Opšte odredbe		
Član 1 – Predmet, delokrug i izuzeća	Da	Neposredna primena. Opcija stvaranja zahteva za obelodanjivanje na nacionalnom nivou za pitanja izuzeta od obaveze prospekta se preporučuje kako bi se stvorila veća jasnoća i pravna sigurnost.
Član 2 - Definicije	Da	Neposredna primena.
Član 3 – Obaveza objavljivanja prospekta i izuzeće	Da	Neposredna primena. Preporučuje se opcija da se ponude hartija od vrednosti ispod 8 miliona evra izuzmu javnosti od obaveze objavljivanja prospekta kako bi se smanjilo administrativno opterećenje.
Član 4 – Dobrovoljni prospekt	Da	Neposredna primena.
Član 5 – Naknadna preprodaja hartija od vrednosti	Da	Neposredna primena.
Poglavlje II – Izrada prospekta		
Član 6 – Prospekt	Da	Neposredna primena.
Član 7 – Sažetak prospekta	Da	Neposredna primena.
Član 8 – Osnovni prospekt	Da	Neposredna primena.
Član 9 – Univerzalni registracioni dokument	Da	Neposredna primena. Preporučuje se da se ove odredbe uključe u srednjoročnom periodu kada tržište počne, jer se univerzalni dokumenti za registraciju retko koriste u EU i ne mogu se uopšte koristiti u Republici Kosovo.
Član 10 – Prospekti koji se sastoje od posebnih dokumenata	Da	Neposredna primena.
Article 11 – Odgovornost vezana uz prospekt	Da	Neposredna primena.
Article 12 – Važenje prospekta, registracionog dokumenta i univerzalnog registracionog dokumenta	Da	Neposredna primena.
Poglavlje III – Sadržaj i format prospekta		
Član 13 – Minimalni podaci i format	Da	Neposredna primena.
Član 14 – Pojednostavljeni režim obelodanjivanja za sekundarna izdavanja	Da	Neposredna primena.
Član 14a – Prospekt za oporavak EU-a	Da	Neposredna primena. Nije preporučljivo da se uključi ovaj član jer se odnosi na specifične okolnosti vezane za oporavak od COVID-19 i ima ograničen vremenski okvir.
Član 15 – Prospekt EU-a za rast	Da	Neposredna primena.
Član 16 – Faktori rizika	Da	Neposredna primena.
Član 17 – Cena konačne ponude i iznos hartija od vrednosti	Da	Neposredna primena.
Član 18 – Izostavljanje podataka	Da	Neposredna primena.

Član 19 – Inkorporacija putem upućivanja	Da	Neposredna primena.
Poglavlje IV – Aranžmani za odobravanje i objavljivanje prospekta		
Član 20 – Pregled i odobravanje prospekta	Da	Neposredna primena.
Član 21 – Objavljivanje prospekta	Da	Neposredna primena.
Član 22 - Oglasi	Da	Neposredna primena.
Član 23 – Dopune prospekta	Da	Neposredna primena.
Poglavlje V – Prekogranične ponude i prijem u trgovinu na regulisanom tržištu i upotreba jezika		
Član 24 – Član 27	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u. Članovi se odnose na prekogranične ponude unutar EU-a i nisu relevantni za Republiku Kosovo u ovom trenutku.
Poglavlje VI – Posebna pravila u vezi sa izdavaocima(emitenta) osnovanim u trećim zemljama		
Član 28 – Član 30	Da	Neposredna primena. Iako je verovatnoća da će strani emitent nastojati da izda hartije od vrednosti u Republici Kosovo veoma mala, preporučuje se postojanje okvira za stvaranje pravne sigurnosti.
Poglavlje VII – ESMA i nadležni organi		
Član 31 – Nadležni organi	Da	Neposredna primena. Opcija da se dozvoli regulatornom organu da delegira zadatak elektronskog objavljivanja prospekta trećoj strani ne preporučuje se kao potrebna i irelevantna s obzirom na mali broj prospekta koji se očekuje.
Član 32 – Ovlašćenja nadležnih organa	Da	Neposredna primena.
Član 33 – Saradnja između nadležnih organa	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u. Članak se odnosi na saradnju regulatornih organa unutar EU-a.
Član 34 – Saradnja sa ESMA-om	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Član 35 – Profesionalna tajna	Da	Neposredna primena.
Član 36 – Zaštita podataka	Da	Neposredna primena.
Član 37 – Mere predostrožnosti	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u. Član se odnosi na prekogranične ponude unutar EU-a.
Poglavlje VIII – Upravne sankcije i druge upravne mere		
Član 38 – Upravne sankcije i druge upravne mere	Da	Neposredna primena. Opcija da se ne utvrđuju pravila za administrativne sankcije tamo gde su prekršaji već podložni krivičnim sankcijama zavisi od važećeg krivičnog zakona u Republici Kosovo. Opcija uvođenja viših nivoa sankcija se ne preporučuje u ovoj početnoj fazi tržišta.
Član 39 – Vršenje nadzornih ovlašćenja i ovlašćenja za izricanje sankcija	Da	Neposredna primena.
Član 40 – Pravo žalbe	Da	Neposredna primena.
Član 41 – Prijavljivanje kršanja	Da	Neposredna primena. Opcija pružanja finansijskih podsticaja licima koja nude relevantne informacije o

		stvarnim ili potencijalnim povredama zavisi od zakonodavnog okvira koji postoji u Republici Kosovo.
Član 42 – Objavljivanje odluka	Da	Neposredna primena.
Član 43 – Prijavljivanje sankcija ESMA-u	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.

Direktiva 97/9/EK – Šeme kompenzacije za investitore		
	Obaveza	Primena
Član 1	Da	
Član 2	Da	Neposredna primena. Opcija izuzeća kreditnih institucija koje su već izuzete od obaveze da pripadaju šemi garancije depozita zavisi od trenutnog okvira koji postoji u Republici Kosovo. Takođe je neophodno utvrditi da li će potraživanje protiv kreditne institucije biti usmereno na šemu osiguranja depozita ili šemu za obeštećenje investitora.
Član 3	Da	Neposredna primena.
Član 4	Da	Neposredna primena. Što se tiče opcije iz stava 2, preporučuje se da se investitori iz Priloga I isključe iz šeme kako bi se proglasilo oprezno upravljanje rizikom i integritet. Što se tiče opcije iz stava 4, nije preporučljivo ograničavati pokriće. Umesto toga, preporučuje se da se zakonom odredi maksimalno pokriće (Direktiva navodi minimalni iznos od 20.000,00 evra).
Član 5	Da	Neposredna primena. Opcija isključivanja investicionu firmu iz šeme ili omogućavanja da obezbedi alternativne aranžmane kompenzacije se ne preporučuje jer stvara složenost i neizvesnost. Radije se preporučuje da se povuče licenca investicionim firmama koje ne ispunjavaju svoje obaveze kao članice šeme.
Član 6	Da	Neposredna primena.
Član 7	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u. Član 7 se bavi prekograničnim pokrićem za filijale u drugim državama članicama.
Član 8	Da	Neposredna primena. Ne preporučuje se isključivanje drugih valuta osim evra iz pokrića ili obezbeđivanje nižeg pokrića za njih jer to stvara složenost i dodatne rizike za investitore.
Član 9	Da	Neposredna primena.
Član 10	Da	Neposredna primena.
Član 11	Da	Neposredna primena. Preporučuje se da se zahteva od filijala koje je osnovala investiciona firma van Republike Kosovo da se pridruže šemi za obeštećenje investitora ako je nivo pokrića koje pružaju investitorima iz Republike Kosovo niži od nivoa pokrića koje obezbeđuje šema za obeštećenja investitora u Republici Kosovo.
Član 12	Da	Neposredna primena.
Član 13	Da	Neposredna primena.

	Obaveza	Primena*
Naslov I – Predmet, delokrug i definicije		
Član 1 – Predmet i delokrug	Da	Neposredna primena.
Član 2 – Definicije	Da	Neposredna primena.
Naslov II – Poravnanje hartija od vrednosti		
Član 3 – Obrazac za upis u knjigu	Da	Neposredna primena.
Član 4 - Izvršenje	Da	Neposredna primena.
Član 5 – Datum planiranog poravnanja	Da	Neposredna primena.
Član 6 – Mere za sprečavanje neuspeha poravnanja	Da	Neposredna primena.
Član 7 – Mere za rešavanje neuspeha poravnanja	Da	Neposredna primena.
Član 8 - Izvršenje	Da	Neposredna primena.
Član 9 – Internalizatori poravnanja	Da	Neposredna primena.
Naslov III – Centralni depozitari hartija od vrednosti		
Član 10 – Nadležni organ		Neposredna primena.
Član 11 – Određivanje nadležnog organa	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Član 12 – Relevantni organi	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Član 13 – Razmena informacija	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Član 14 – Saradnja između vlasti	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Član 15 – Vanredne situacije	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Član 16 – Ovlašćenje CSD-a	Da	Neposredna primena.
Član 17 – Postupak za davanje ovlašćenja	Da	Neposredna primena. Odredbe treba prilagoditi tako da se uzme u obzir činjenica da Republika Kosovo nije država članica EU-a.
Član 18 – Efekti ovlašćenja	Da	Neposredna primena.
Član 19 – Produženje i eksterno angažovanje aktivnosti i usluga	Da	Neposredna primena.
Član 20 – Povlačenje ovlašćenja	Da	Neposredna primena.
Član 21 – Registar CSD-a	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Član 22 – Nadzor nad CSD-ima	Da	Neposredna primena.
Član 23 – Član 24 Pružanje usluga u drugoj državi članici	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Član 25 – Treće države	Da	Neposredna primena. CSD-ovi trećih zemalja mogu pružati usluge na teritoriji EU-a. To je politička odluka o tome da li će se dozvoliti CSD-ovima iz stranih zemalja da pružaju usluge u Republici Kosovo.
Član 26 – Organizacioni zahtevi/Opšte odredbe	Da	Neposredna primena.

Član 27 – Viši menadžment, organ upravljanja i akcionari	Da	Neposredna primena.
Član 28 – Korisnički komitet	Da	Neposredna primena.
Član 29 – Vođenje evidencije	Da	Neposredna primena.
Član 30. – Ugovaranje poslova izvani	Da	Neposredna primena.
Član 31 – Usluge koje pružaju stranke koje nisu CSD-ovi	Ne	Nije preporučljivo dozvoliti nekom drugom licu osim CSD-u da evidentira upise na račune hartija od vrednosti koje vode CSD-ovi.
Član 32 – Pravila postupanje poslovanja/Opšte odredbe	Da	Neposredna primena.
Član 33 – Uslovi (zahtevi) za učešće	Da	Neposredna primena.
Član 34 - Transparentnost	Da	Neposredna primena.
Član 35 – Postupci komunikacije sa učesnicima i drugim tržišnim infrastrukturama	Da	Neposredna primena.
Član 36 – Uslovi za usluge CSD-a/Opšte odredbe	Da	Neposredna primena.
Član 37 – Integritet pitanja	Da	Neposredna primena.
Član 38 – Zaštita hartija od vrednosti učesnika i hartija od vrednosti njihovih klijenata	Da	Neposredna primena.
Član 39 – Konačnost poravnanja	Da	Neposredna primena.
Član 40 – Gotovinsko poravnanje	Da	Neposredna primena.
Član 41 – Pravila i procedure za neizvršenje obaveza učesnika	Da	Neposredna primena.
Član 42 Prudencijalni zahtevi/Opšti zahtevi	Da	Neposredna primena.
Član 43 – Pravni rizici	Da	Neposredna primena.
Article 44 – Opšti poslovni rizik	Da	Neposredna primena.
Član 45 – Operativni rizici	Da	Neposredna primena.
Član 46 – Investiciona politika	Da	Neposredna primena.
Član 47 – Kapitalni zahtevi	Da	Neposredna primena.
Article 48 – Veze CSD-a	Da	Neposredna primena.
Član 49 – Pristup emitenata CSD-ovima	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u. Ovaj član se bavi pravom emitenata da evidentiraju svoje hartije od vrednosti u bilo kom CSD-u koji je osnovan u bilo kojoj državi članici.
Član 50 – Pristup standardnom linku	Da	Neposredna primena.
Član 51 – Pristup prilagođenom linku	Da	Neposredna primena.
Član 52 – Postupak za linkove (veze) CSD-a	Da	Neposredna primena.
Član 53 – Pristup između CSD-a i druge tržišne infrastrukture	Da	Neposredna primena.

Naslov IV – Pružanje pomoćnih usluga bankarskog tipa za učesnike CSD-a		
Član 54 – Ovlašćenje i određivanje za pružanje pomoćnih usluga bankarskog tipa	Da	Neposredna primena.
Član 55 – Postupak za davanje i odbijanje odobrenja za pružanje pomoćnih usluga bankarskog tipa	Da	Neposredna primena.
Član 56 – Proširenje pomoćnih usluga bankarskog tipa	Da	Neposredna primena.
Član 57 – Povlačenje (Oduzimanje) ovlašćenja	Da	Neposredna primena.
Član 58 – CSD Registar	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Član 59 – Prudencijalni zahtevi koji se primenjuju na kreditne institucije ili CSD-ove ovlašćene za pružanje pomoćnih usluga bankarskog tipa	Da	Neposredna primena.
Član 60 – Nadzor nad određenim kreditnim institucijama i CSD-ovima ovlašćenim za pružanje pomoćnih usluga bankarskog tipa	Da	Neposredna primena.
Naslov V – Sankcije		
Član 61 – Upravne sankcije i druge mere	Da	Neposredna primena.
Član 62 – Objavljivanje odluka	Da	Neposredna primena.
Član 63 – Sankcije za kršanje	Da	Neposredna primena.
Član 64 – Efektivna primena sankcija	Da	Neposredna primena.
Član 65 – Prijavljivanje kršanja	Da	Neposredna primena.
Član 66 – Pravo na žalbu	Da	Neposredna primena.

* Iako su označene kao „Neposredna primena“, većina odredbi se ne može primeniti pre nego što CSD i SSS budu sprovedeni u praksi. Trebalo bi uzeti u obzir i činjenicu da određene odredbe iz CSDR-a mogu da ne budu podržane implementiranim sistemom.

Direktiva 2002/47/EC - FCD		
	Obaveza	Primena
Član 1 – Predmet i delokrug	Da	Neposredna primena. Preporučuje se da se iz delokruga zakona isključe potraživanja po kreditima kod kojih je dužnik potrošač kako bi se izbegao prenos vlasništva nad kreditnim potraživanjima. Preporučuje se da se ne usvajaju druge dve opcije navedene u ovom članu.
Član 2 - Definicije	Da	Neposredna primena.

Član 3 – Formalni zahtevi	Da	Neposredna primena.
Član 4 – Sprovođenje aranžmana o finansijskom kolateralu	Da	Neposredna primena.
Član 5 – Pravo korišćenja finansijskog kolaterala po aranžmanima o finansijskom kolateralu	Da	Neposredna primena.
Član 6 – Priznavanje aranžmana finansijskog kolaterala za prenos vlasništva	Da	Neposredna primena.
Član 7 – Priznavanje odredbi o netiranju pri zatvaranju	Da	Neposredna primena.
Član 8 – Određene odredbe o nesolventnosti nisu primenjene	Da	Neposredna primena. Mora se odlučiti da li se takve odredbe zakona o nesolventnosti ne moraju primenjivati u zakonu o nesolventnosti ili se mogu ne primenjivati u okviru drugog zakona koji se bavi aranžmanima finansijskog kolaterala.
Član 9 – Sukob zakona	Da	Neposredna primena. Mora se odlučiti gde će se primeniti ova odredba.
Član 9a – Direktiva 2008/48/EZ, Direktiva 2014/59/EU i Uredba (EU) 2021/23	Da	Neposredna primena. Implementacija zavisi od toga da li su ovi delovi zakona transponovani u pravni okvir Republike Kosovo. Određene odredbe ovih zakonodavnih akata isključuju primenu Direktive 2002/47/EC, na primer u slučaju odluke banke.

Direktiva 2009/65/EC – Direktiva UCITS		
	Obaveza	Primena
Poglavlje I – Predmet, delokrug i definicije		
Article 1	Da	Neposredna primena. Preporučuje se usvajanje opcije omogućavanja UCITS-u da se sastoji od nekoliko investicionih odeljaka („podfondovi“) kako bi se olakšalo administriranje (upravljanje).
Član 2	Da	Neposredna primena.
Član 3	Da	Neposredna primena.
Član 4	Da	Neposredna primena.
Poglavlje II – Ovlašćenje UCITS-a		
Član 5	Da	Neposredna primena.
Poglavlje III – Obaveze prema kompanijama za upravljanje		
Uslovi za započinjanje poslovanja		
Član 6	Da	Neposredna primena. Preporučuje se da se kompanijama za upravljanje dozvoli pružanje usluga upravljanja portfeljima, investicionih saveta i čuvanja i administriranja. Ovo može pomoći kompanijama da povećaju sredstva pod upravljanjem i postignu ekonomiju obima, dok finansijske grupe mogu konsolidovati usluge upravljanja imovinom u okviru jednog entiteta.
Član 7	Da	Neposredna primena. Preporučuje se da se dozvoli korišćenje garancije umesto plaćanja dodatnog iznosa sopstvenih sredstava.
Član 8	Da	Neposredna primena.
Odnosi sa trećim zemljama		
Član 9	Da	Neposredna primena. (Referring to MiFID)
Operativni uslovi		
Član 10	Da	Neposredna primena.
Član 11	Da	Neposredna primena. (Referring to MiFID)
Član 12	Da	Neposredna primena.
Član 13	Da	Neposredna primena. Preporučuje se da se dozvoli delegiranje određenih aktivnosti trećim licima kako bi se smanjili troškovi.
Član 14	Da	Neposredna primena.
Član 14a	Da	Neposredna primena.
Član 14b	Da	Neposredna primena.
Član 15	Da	Neposredna primena.
Sloboda osnivanja i sloboda pružanja usluga		
Član 16 – Član 21	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Poglavlje IV – Obaveze u vezi sa depozitarom		
Član 22	Da	Neposredna primena.
Član 22a	Da	Neposredna primena.
Član 23	Da	Neposredna primena.
Član 24	Da	Neposredna primena.
Član 25	Da	Neposredna primena.

Član 26	Da	Neposredna primena.
Član 26a	Da	Neposredna primena.
Član 26b	Da	Neposredna primena.
Poglavlje V – Obaveze u vezi sa investicionim kompanijama*		
Uslovi za započinjanje poslovanja		
Član 27	Da	Neposredna primena.
Član 28	Da	Neposredna primena.
Član 29	Da	Neposredna primena.
Operativni uslovi		
Član 30	Da	Neposredna primena.
Član 31	Da	Neposredna primena.
POGLAVLJE VI – Spajanja UCITS-a		
Princip, ovlašćenje i odobrenje		
Član 37	Da	Neposredna primena.
Člane 38	Da	Neposredna primena.
Član 39	Da	Neposredna primena. Preporučuje se usvajanje opcije iz stava 6. radi olakšavanja spajanja.
Član 40	Da	Neposredna primena.
Kontrola trećih lica, informacije o vlasnicima udela i druga prava vlasnika udela		
Član 41	Da	Neposredna primena.
Član 42	Da	Neposredna primena.
Član 43	Da	Neposredna primena.
Član 44	Da	Neposredna primena. Nije preporučljivo tražiti odobrenje za spajanje od strane vlasnika udela jer je to teško postići u praksi.
Član 45	Da	Neposredna primena. Preporučuje se usvajanje opcije iz stava 2. radi zaštite vlasnika udela.
Troškovi i stupanje na snagu		
Član 46	Da	Neposredna primena.
Član 47	Da	Neposredna primena. Prekogranična spajanja ne bi trebalo da budu dozvoljena pre nego što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Člane 48	Da	Neposredna primena.
Poglavlje VII – Obaveze u vezi sa investicionom politikom UCITS-a		
Član 49	Da	Neposredna primena.
Član 50	Da	Neposredna primena.
Član 50a	Da	Neposredna primena.
Član 51	Da	Neposredna primena. Preporučuje se usvajanje opcija iz stava 2. i 3. kako bi se omogućila upotreba repo sporazuma i derivata.
Člane 52	Da	Neposredna primena. Preporučuje se usvajanje opcije iz stava 2, 3, 4 i 5, imajući u vidu ograničenu ponudu hartija od vrednosti u Republici Kosovo.
Član 53	Da	Neposredna primena. Preporučuje se usvajanje opcije iz stava 1. i 2. radi replikacije indeksa.
Član 54	Da	Neposredna primena. Preporučuje se usvajanje opcije iz stava 1. u pogledu investicionih fondova sa lokalnim investicionim strategijama.

Član 55	Da	Neposredna primena. Ne preporučuje se usvajanje opcija iz paragrafa 1 i 2 kako bi se izbegla koncentracija, unakrsna ulaganja i slepe tačke u proračunima izloženosti.
Član 56	Da	Neposredna primena.
Član 57	Da	Neposredna primena. Preporučuje se usvajanje opcije iz stava 1. kako bi se olakšalo osnivanje investicionih fondova..
Poglavlje VIII – Glavne strukture za napajanje**		
Član 58	Da	Neposredna primena.
Član 59	Da	Neposredna primena.
Član 60	Da	Neposredna primena.
Član 61	Da	Neposredna primena.
Član 62	Da	Neposredna primena.
Član 63	Da	Neposredna primena.
Član 64	Da	Neposredna primena.
Član 65	Da	Neposredna primena.
Poglavlje IX – Obaveze u vezi sa informacijama koje treba dati investitorima		
Član 68	Da	Neposredna primena.
Člane 69	Da	Neposredna primena.
Član 70	Da	Neposredna primena.
Član 71	Da	Neposredna primena.
Član 72	Da	Neposredna primena.
Član 73	Da	Neposredna primena.
Član 74	Da	Neposredna primena.
Član 75	Da	Neposredna primena.
Član 76	Da	Neposredna primena.
Član 78	Da	Neposredna primena.
Član 79	Da	Neposredna primena.
Član 80	Da	Neposredna primena.
Član 81	Da	Neposredna primena.
Član 82	Da	Neposredna primena.
Član 82a	Da	Neposredna primena. Upućuje na Uredbu (EU) br. 1286/2014 (PRIIPS).
Poglavlje Ks – Opšte obaveze UCITS-a		
Član 83	Da	Neposredna primena.
Član 84	Da	Neposredna primena.
Član 85	Da	Neposredna primena.
Član 86	Da	Neposredna primena.
Član 87	Da	Neposredna primena.
Član 88	Da	Neposredna primena.
Član 89	Da	Neposredna primena.
Član 90	Da	Neposredna primena.
Poglavlje KSI – Posebne odredbe koje se primenjuju na UCITS koji prodaju svoje jedinice u drugim državama članicama osim onih u kojima su osnovani		
Član 91 – Član 96	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Poglavlje KSII – Odredbe koje se odnose na organe odgovorne za ovlašćenje i nadzor		
Član 97	Da	Neposredna primena.

Član 98	Da	Neposredna primena.
Član 99	Da	Neposredna primena. Trebalo bi utvrditi da li neki prekršaji podležu nacionalnom krivičnom zakonu i da Republika Kosovo neće propisati pravila za administrativne sankcije. Opcija iz stava 7. da se izriču dodatne kazne ili veće novčane kazne se ne smatra neophodnom.
Član 99a	Da	Neposredna primena.
Član 99b	Da	Neposredna primena.
Član 99c	Da	Neposredna primena.
Član 99d	Da	Neposredna primena.
Član 99e	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Član 100	Da	Neposredna primena.
Član 101	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Člane 102	Da	Neposredna primena.
Član 103	Da	Neposredna primena. Preporučuje se ovlastiti razmenu informacija iz stava 1. i 4.
Član 104	Da	Neposredna primena. Preporučuje se ovlastiti razmenu informacija iz stava 3.
Član 104a	Da	Neposredna primena.
Član 105	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Član 106	Da	Neposredna primena.
Član 107	Da	Neposredna primena.
Član 108	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Član 109	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Član 110	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.

* Mora se doneti politička odluka o pravnoj formi UCITS-a: (1) skup sredstava bez pravnog subjektiviteta, (2) kompanija, ili (3) obe dozvoljene opcije.

** Glavna svrha glavnih struktura za napajanje je da olakšaju prekograničnu distribuciju fondova. Mora se doneti politička odluka o tome da li Republika Kosovo želi da dozvoli lokalnim fondovima da deluju kao „napojnici“ stranih fondova.

Direktiva 2011/61/EU – AIFMD		
	Obaveza	Primena
Poglavlje I – Opšte odredbe		
Član 1 – Predmet	Da	Neposredna primena.
Član 2 - Delokrug	Da	Neposredna primena.
Član 3 – Izuzeci	Da	Neposredna primena. Verovatnoća da će bilo koji UAIF iz Republike Kosovo dostići pragove iz stava 2 budući da je veoma nizak, preporučuje se da se koristi opcija iz stava 3 za usvajanje prilagođenih pravila za UAIF ispod praga.* Svrha tih pravila bi bila da se UAIF-ovima nametne minimalni set standarda upravljanja i zaštite investitora.
Član 4 - Definicije	Da	Neposredna primena.
Član 5 – Određivanje UAIF-a	Da	Neposredna primena.
Poglavlje II – Ovlašćenje UAIF-ova		
Član 6 – Uslovi za preuzimanje aktivnosti kao AIFM	Da	Neposredna primena. Preporučuje se korišćenje opcije predviđenu stavom 4. sa ciljem da se pomogne postizanje ekonomije obima, posebno u segmentu ulaganja sredstava u hartije od vrednosti.
Član 7 – Zahtev za ovlašćenje (odobrenje)	Da	Neposredna primena.
Član 8 – Uslovi za davanje ovlašćenja	Da	Neposredna primena.
Član 9 – Osnovni kapital i sopstvena sredstva	Da	Neposredna primena.
Član 10 – Promene u obimu ovlašćenja	Da	Neposredna primena.
Član 11 – Povlačenje ovlašćenja	Da	Neposredna primena.
Poglavlje III – Operativni uslovi za AIFM-ove		
Član 12 – Opšti principi	Da	Neposredna primena.
Član 13 - Nadoknada	Da	Neposredna primena.
Član 14 – Sukob interesa	Da	Neposredna primena.
Član 15 – Upravljanje rizikom	Da	Neposredna primena.
Član 16 – Upravljanje likvidnošću	Da	Neposredna primena.
Član 17	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Član 18 – Organizacioni zahtevi	Da	Neposredna primena.
Član 19 - Procena vrednosti	Da	Neposredna primena.
Član 20 - Delegiranje	Da	Neposredna primena.
Član 21 - Depozitar	Da	Neposredna primena. Preporučuje se usvajanje opcije iz stava 3. za određene vrste fondova koji investiraju na privatnim tržištima.
Poglavlje IV – Zahtevi za transparentnost		
Član 22 – Godišnji izveštaj	Da	Neposredna primena.
Član 23 – Obelodanjivanje investitorima	Da	Neposredna primena.

Član 24 – Obaveze prijavljivanja nadležnim organima	Da	Neposredna primena.
Poglavlje V – UAIM-ovi koji upravljaju određenim vrstama AIF-ova		
Član 25 – Korišćenje informacija od strane nadležnih organa, nadzorna saradnja i ograničenja uticaja	Da	Neposredna primena. Odredbe je potrebno prilagoditi činjenici da Republika Kosovo još nije ušla u EU.
Član 26 – Obaveze za AIFM-ove koji upravljaju AIF-ovima koji stiču kontrolu nad kompanijama i emitentima koji ne kotiraju na berzi	Da	Neposredna primena.
Član 27 – Obaveštenje o sticanju većih udela i kontroli kompanija koje ne kotiraju na berzi	Da	Neposredna primena.
Član 28 – Obelodanjivanje u slučaju sticanja kontrole	Da	Neposredna primena.
Član 29 – Posebne odredbe u vezi sa godišnjim izveštajem AIF-ova koji vrše kontrolu nad kompanijama koje ne kotiraju na berzi	Da	Neposredna primena.
Član 30 – Oduzimanje (skidanje) imovine	Da	Neposredna primena.
Poglavlje VI – Prava AIFM-ova EU-a na tržište i upravljanje EU AIF-ovima u Uniji		
Član 30a – Član 33	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u. Preporučuje se da se neke odredbe odmah primene u lokalnom kontekstu, na primer, odredbe koje se odnose na pre-marketing i marketing.
Poglavlje VII – Posebna pravila u vezi sa trećim zemljama**		
Član 34	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Član 35	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Član 36	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Član 37	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Član 38	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Član 39	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Član 40	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u. If the decision to allow marketing of foreign AIFs is taken, some provisions may be applied immediately.
Član 41	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.

Član 42	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u. Ako se donese odluka da se dozvoli marketing stranih AIF-ova, neke odredbe se mogu odmah primeniti.
Poglavlje VIII – Marketing za maloprodajne investitore		
Član 43 – Marketing AIF-ova od strane AIFM-ova malim investitorima	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u. Preporučuje se da se dozvoli marketing AIF-ova malim investitorima pod određenim uslovima (npr. u zavisnosti od vrste fondova, strategije ulaganja itd.).
Član 43a – Olakšice koje su na raspolaganju malim investitorima	Da	Neposredna primena.
Poglavlje IKS – Nadležni organi (vlasti)		
Član 44 – Određivanje nadležnih organa	Da	Neposredna primena.
Član 45 – Odgovornost nadležnih organa u državama članicama	Da	Neposredna primena.
Član 46 – Ovlašćenja nadležnih organa	Da	Neposredna primena.
Član 47 – Ovlašćenja i nadležnosti ESMA-ova	No	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Član 48 – Administrativne kazne	Da	Neposredna primena.
Član 49 – Pravo na žalbu	Da	Neposredna primena.
Član 50 – Obaveza za saradivanje	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Član 51 – Prenos i zadržavanje nadležnih podataka	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Član 52 – Otkrivanje informacija trećim zemljama	Da	Neposredna primena.
Član 53 – Razmena informacija u vezi sa potencijalnim sistemskim posledicama aktivnosti AIFM-a	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Član 54 – Saradnja u nadzornim aktivnostima	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Član 55 – Rešavanje sporova	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.

* Politička je odluka da li ceo AIFMD treba da bude transponovan ako većina sredstava padne ispod pragova.

** Politička je odluka da li će se dozvoliti plasiranje stranih AIF-ova na tržište u Republici Kosovo. Takođe će možda biti potrebno doneti odluku o tome da li da se razlikuju AIFM-ovi i AIF-ovi iz EU i van EU.

Direktiva 2004/109/EC – Direktiva o Transparentnosti		
	Obaveza	Primena
Poglavlje I – Opšte odredbe		
Član 1 – Predmet i delokrug	Da	Neposredna primena. Preporučuje se korišćenje opcije iz stava 3. i oslobađanje državnih, regionalnih i lokalnih hartija od vrednosti od obaveza u cilju smanjenja administrativnog opterećenja.
Član 2 – Definicije	Da	Neposredna primena.
Član 3 – Integrisanje tržišta hartija od vrednosti	Ne	Ne preporučuje se primena bilo koje od derogacija iz člana 3 koje dozvoljavaju državama članicama da nameću strože zahteve.
Poglavlje II – Periodične informacije		
Član 4 – Annual financial reports	Da	Neposredna primena.
Član 5 – Polugodišnji finansijski izveštaji	Da	Neposredna primena.
Član 6 – Izveštaj o uplatama vladama	Da	Neposredna primena.
Član 7 – Odgovornost i obaveza	Da	Neposredna primena.
Član 8 – Izuzeci	Da	Neposredna primena. Preporučuje se primena opcije iz stava 2. u cilju smanjenja administrativnog opterećenja kreditnih institucija koje emituju hartije od vrednosti.
Poglavlje III – Tekuće informacije		
Član 9 – Obaveštenje o sticanju ili raspolaganju većih udela	Da	Neposredna primena.
Član 10 – Sticanje ili raspolaganje većim delom glasačkih prava	Da	Neposredna primena.
Član 11	Da	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Član 12 – Procedure za obaveštavanje i obelodanjivanje velikih udela	Da	Neposredna primena. Preporučuje se usvajanje opcije iz stava 7. u cilju smanjenja administrativnog opterećenja emitenata.
Član 13	Da	Neposredna primena.
Član 13a – Agregacija	Da	Neposredna primena.
Član 14	Da	Neposredna primena.
Član 15	Da	Neposredna primena.
Član 16 – Dodatne informacije	Da	Neposredna primena.
Član 17 – Zahtevi za informacijama za emitante čije su akcije uključene u trgovanje na regulisanom tržištu	Da	Neposredna primena.
Član 18 - Zahtevi za informacijama za emitante čije su akcije uključene u trgovanje na regulisanom tržištu	Da	Neposredna primena.
Poglavlje IV – Opšte obaveze		

Član 19 – Kontrola matične države članice	Da	Neposredna primena. Preporučljivo je da se usvoji opcija iz stava 2. radi smanjenja administrativnog opterećenja.
Član 20 – Jezici	Da	Neposredna primena. Preporučuje se da se dozvoli otkrivanje regulisanih informacija na jeziku uobičajenom u sferi međunarodnih finansija kako bi se privukli strani investitori (u praksi to znači engleski).
Član 21 – Pristup regulisanim informacijama	Da	Neposredna primena. Mora biti imenovan zvanično postavljen mehanizam za centralno skladištenje regulisanih informacija. Predlaže se da imenovani regulatorni organ postane zvanično imenovan mehanizam.
Član 21a – Evropska elektronska tačka pristupa	Ne	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Član 22 – Pristup regulisanim informacijama na nivou unije	Ne	Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Član 23 – Treće države	Da	Neposredna primena. Preporučuje se usvajanje opcije iz stava 1. radi smanjenja administrativnog opterećenja.
Poglavlje V – Nadležni organi		
Article 24 – Nadležni organi i njihova ovlašćenja	Da	Neposredna primena. Zbog malog broja očekivanih emitenata, ne preporučuje se usvajanje opcija iz stavova 1. i 2.
Article 25 – Profesionalna tajna i saradnja između država članica	Da	Neposredna primena.
Article 26 – Mere predostrožnosti		Primenite nakon što se Republika Kosovo pridruži EU-u.
Poglavlje VI – Delegirani akti i mere za sprovođenje		
Član 27 – Član 27b	Ne	
Poglavlje VIA – Sankcije i mere		
Član 28	Da	Neposredna primena.
Član 28a	Da	Neposredna primena.
Član 28b	Da	Neposredna primena. Preporučljivo je da se usvoji opcija iz stava 2. radi smanjenja administrativnog opterećenja. Ne preporučuje se usvajanje opcije iz stava 3.
Član 28c	Da	Neposredna primena.
Član 28d	Ne	
Poglavlje VIB – Objavljivanje odluka		
Član 29	Da	Neposredna primena.
Član 30	Da	Neposredna primena.