



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

Nr. 15/238

Datë: 18.12.2024

Në mbështetje të nenit 92 paragrafi 4. dhe të nenit 93 paragrafi 4 të Kushtetutës së Republikës së Kosovës, të nenit 8 të Ligjit Nr. 08/L-117 për Qeverinë e Republikës së Kosovës, në pajtim me nenin 78 të Rregullores Nr. 17/2024 të Punës së Qeverisë së Republikës së Kosovës, Qeveria e Republikës së Kosovës, në mbledhjen e mbajtur më 18 dhjetor 2024, merr këtë:

V E N D I M

1. Aprovohet Koncept-dokumenti për Zhvillimin e Kornizës Rregullatore për Tregjet Financiare.
2. Obligohet Ministria e Financave, Punës dhe Transfereve dhe institucionet tjera kompetente për zbatimin e këtij vendimi, në pajtim me Rregulloren e Punës së Qeverisë.
3. Vendimi hyn në fuqi ditën e publikimit në Gazetën Zyrtare të Republikës së Kosovës.

Albin KURTI

Kryeministër i Republikës së Kosovës

Iu dërgohet:

- Zëvendëskryeministrave
- Të gjitha ministrave (ministrave)
- Sekretarit të Përgjithshëm të ZKM-së
- Arkivit të Qeverisë



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 PËR ZHVILLIMIN E
KORNIZËS RREGULLATORE PËR TREGJET
FINANCIARE**

LISTA E SHKURTESAVE

FIA	Fond i Investimeve Alternative
MFIA	Menaxher i Fondit të Investimeve Alternative
AIFMD	Direktiva 2011/61/EU për Menaxherët e Fondeve të Investimeve Alternative
KBMB	Komiteti i Bazelit për Mbikëqyrjen Bankare
BQK	Banka Qendrore e Republikës së Kosovës
EQL	Evropa Qendrore dhe Lindore
CRD	Direktiva 2013/36/BE për qasje në veprimtarinë e institucioneve kreditore dhe mbikëqyrje të kujdesshme të institucioneve kreditore
CRR	Rregullorja (BE) 575/2013 për kërkesat prudenciale për institucionet kredidhënëse dhe shoqëritë investuese
CSD	Depozitari Qendror i Letrave me Vlerë
CSDR	Rregullorja (BE) Nr. 909/2014 për përmirësimin e shlyerjes së letrave me vlerë në Bashkimin Evropian dhe depozitarët qendrorë të letrave me vlerë
CSMAD	Direktiva 2014/57/EU për sanksionet penale për abuzimin e tregut
DvP	Dorëzimi kundrejt Pagesës
BERZH	Banka Evropiane për Rindërtim dhe Zhvillim
AME	Autoriteti Mbikëqyrës Evropian
AELVT	Autoriteti Evropian i Letrave me Vlerë dhe Tregjeve
BE	Bashkimi Evropian
FCD	Direktiva 2002/47/KE për marrëveshjet e kolateralit financiar
FSDK	Fondi për Sigurimin e Depozitave në Kosovë
MRKG	Marrëveshje e Riblerjes Kryesore Globale
BSNAS	Bordi i Standardeve Ndërkombëtare të Auditimit dhe Sigurisë
SHNMS	Shoqata Ndërkombëtare e Mbikëqyrësve të Sigurimeve
SHNTK	Shoqata Ndërkombëtare e Tregjeve të Kapitalit
IFD	Direktiva (BE) 2019/2034 për mbikëqyrjen e kujdesshme të shoqërive të investimit
IFR	Rregullorja (BE) 2019/2033 për kërkesat prudenciale të shoqërive të investimit
SNRP	Standardet Ndërkombëtare të Raportimit Financiar
ONMP	Organizata Ndërkombëtare e Mbikëqyrësve të Pensioneve
Direktiva IORP	Direktiva (BE) 2016/2341 për veprimtarinë dhe mbikëqyrjen e institucioneve për sigurimin e pensioneve profesionale (IORP)
ONKLV	Organizata Ndërkombëtare e Komisioneve të Letrave me Vlerë
SNA	Standardet Ndërkombëtare të Auditimit
ARBK	Agjencia e Regjistrimit të Bizneseve të Kosovës
KKRF	Këshilli Kosovar për Raportim Financiar
FKPK	Fondi i Kursimeve Pensionale të Kosovës
MAR	Rregullorja (BE) 596/2014 për abuzimin e tregut
MF	Institucion Mikrofinanciar
MFPT	Ministria e Financave, Punës dhe Transfereve e Kosovës
MiFID II	Direktiva 2014/65/BE për tregjet e instrumenteve financiare
MINT	Ministria e Industrisë, Ndërmarrësisë dhe Tregtisë
MTPL	Sigurimi i Autopërgjegjësisë ndaj Palëve të Treta
IFJB	Institucion Financiar Jobankar
Tregu Jashtë	Tregu Jashtë Bursës (Over the Counter)

Bursës (OTC)	
PFMI	CPMI-IOSCO “Parimet për Infrastrukturat e Tregut Financiar”
PR	Rregullorja (BE) 2017/1129 për prospektin që duhet të publikohen kur letrat me vlerë ofrohen për publikun ose pranohen për tregtim në tregun e rregulluar
EJL	Evropën Juglindore
SFD	Direktiva 98/26/EC për përfundimin e shlyerjes në sistemet e pagesave dhe të letrave me vlerë
FSKP	Fondi Slloveno-Kosovar i Pensioneve
NVM	Ndërmarrjet e vogla dhe të mesme
Solvency II	Direktiva 2009/138/EC për ushtrimin dhe ndjekjen e biznesit të sigurimeve dhe risigurimeve
SSS	Sistemi i shlyerjes së letrave me vlerë
TD	Direktiva 2004/109/EC për harmonizimin e kërkesave të transparencës në lidhje me informacionin lidhur me emetuesit, letrat me vlerë të cilëve pranohen për tregtim në një treg të rregulluar
Direktiva për UCITS	Direktiva 2009/65/KE për sipërmarrjet për investimet kolektive në letra me vlerë të transferueshme

LISTA E TABELAVE

Tabela 1: Politika dhe korniza ligjore ekzistuese	10
Tabela 2: Mangësitë në rregullativen ekzistuese	25
Tabela 3: Zbrazëtitë rregullatore.....	27
Tabela 4: Mangësitë e tregut.....	29
Tabela 5: Identifikimi i palëve të interesit	32
Tabela 6: Objektivat	50
Tabela 7: Ndikimet e ardhshme të opsioneve të propozuara (opsioni 3).....	65
Tabela 8: Plani i zbatimit për Opsionin 3	66
Tabela 9: Plani i implementimit për Opsionin 2.....	70
Tabela 10: Aktivitetet dhe përgjegjësitë e rregullatorit të tregut të kapitalit sipas Opsionit 3	72
Tabela 11: Pasqyra e modeleve rregullatore në fuqi në shtetet anëtare të BE-së dhe vendet e EJL-së	78
Tabela 12: Pronësia dhe struktura e skemave të kompensimit të investitorëve.....	86
Tabela 13: Raporti i skemës së kompensimit të investitorëve dhe skemës së sigurimit të depozitave	87

Përmbajtja

1. PËRKUFIZIMI I PROBLEMIT	10
1.1. Përshkrimi i Politikës Ekzistuese dhe Kornizës Ligjore	10
1.1.1. Ligji Nr. 03/L-209 për Bankën Qendrore të Republikës së Kosovës	13
1.1.2. Ligji Nr. 04/L-155 për Sistemin e Pagesave.....	13
1.1.3. Rregullorja për Sistemin e Pagesave Ndërbankare.....	14
1.1.4. Ligji Nr. 04/L-093 për Bankat, Institucionet Mikrofinanciare dhe Institucionet Financiare Jobankare.....	14
1.1.5. Ligji Nr. 08/L-099 për Borxhin Shtetëror dhe Garancitë Shtetërore	15
1.1.6. Rregullorja MF-BQK Nr. 01/2014 për Tregun Primar dhe Sekondar të Letrave me Vlerë të Qeverisë së Republikës së Kosovës	15
1.1.7. Rregullorja për Riblerje të Letrave me Vlerë me Bankën Qendrore të Republikës së Kosovës	16
1.1.8. Ligji Nr. 06/L-032 për Kontabilitet, Raportim Financiar dhe Auditim	16
1.1.9. Ligji Nr. 06/L-016 për Shoqëritë Tregtare.....	17
1.1.10. Ligji Nr. 04/L-077 për Marrëdhëniet e Detyrimeve	18
1.1.11. Ligji Nr. 04/L-101 për Fondet Pensionale të Kosovës	19
1.1.12. Rregullorja për Menaxhuesit e Mjeteve Pensionale	19
1.1.13. Rregullorja për Licencimin e Menaxhuesve të Mjeteve për Mjetet Pensionale	20
1.1.14. Rregullorja mbi investimin e aseteve në mbulimin e provizioneve teknike dhe matematike dhe investimin e kapitalit themeltar të siguruesve.....	21
1.1.15. Ligji Nr. 03/L-216 për Themelimin e Sistemit të Sigurimit të Depozitave për Institucionet Financiare në Kosovë	21
1.2. Problemi Kryesor	21
1.3. Shkaqet e Problemit.....	23
1.3.1. Mangësitë Ligjore dhe Rregullatore	24
1.3.2. Mangësitë e Tregut	29
1.4. Efektet e problemit	30
1.5. Identifikimi i palëve të interesit.....	32
1.5.1. Qeveria e Republikës së Kosovës.....	33
1.5.2. Banka Qendrore e Kosovës	35
1.5.3. Fondi i Sigurimit të Depozitave të Kosovës.....	36
1.5.4. Bankat.....	36
1.5.5. Fondet Pensionale.....	37
1.5.6. Kompanitë e Sigurimit	40
1.5.7. Korporatat.....	42
1.5.8. Fondet e Investimeve.....	45
2. OBJEKTIVAT.....	49
2.1. Objektivi i Politikës.....	49
2.2. Objektivi Strategjik	49
2.3. Objektivat e Veçanta.....	51
2.3.1. Shfaqja e Tregut të Obligacioneve Korporative	51

2.3.2.	Korniza e Tregjeve të Kapitalit.....	52
2.3.3.	Korniza e Fondeve të Investimeve	56
2.4.	Kontrolli i Konkurrencës Rregullatore	57
3.	OPSIONET	61
3.1.	Opsioni 1: “Opsioni pa Asnjë Ndryshim”	61
3.2.	Opsioni 2: Përmirësimi i Implementimit dhe Zbatimit	62
3.3.	Opsioni 3: Miratimi i një Kornize Gjithëpërfshirëse Rregullatore për Tregjet e Kapitalit në Kosovë	63
4.	IDENTIFIKIMI DHE VLERËSIMI I NDIKIMEVE TË ARDHSHME TË OPSIONEVE	65
4.1.	Ndikimet Ekonomike, Sociale dhe Mjedisore.....	65
4.2.	Plani i Zbatimit.....	66
4.3.	Ndikimet Buxhetore	72
5.	KOMUNIKIMI DHE KONSULTIMI	76
6.	KRAHASIMI I OPSIONEVE	76
6.1.	Zgjedhja e Strukturës Institucionale Rregullatore	77
6.2.	Vendndodhja e Depozitarit Qendror të Letrave me Vlerë	81
6.3.	Krijimi i Bursës së Letrave me Vlerë	84
6.4.	Krijimi i Skemës së Kompensimit të Investitorëve	86
6.5.	Struktura e Kornizës Rregullatore të Tregut të Kapitalit	88
6.6.	Struktura e Kornizës Rregullatore të Fondeve të Investimeve	89
7.	KONKLuzionet dhe Hapat e Mëtejshëm	90
7.1.	Baza për Hartim Ligjor.....	90
7.2.	Vlerësimi i Ardhshëm.....	90
	SHTOJCA 1: Rishikimi i Procedurave të Vazhdueshme	91
	SHTOJCA 2: Rishikimi Përmbledhës i Vlerësimeve të Ndikimit në Nivel të BE-së.....	94
	SHTOJCA 3: Përmbledhja e Vlerësimeve të Kryera në Nivel të BE-së	99
	SHTOJCA 4: Tabelat e ndikimit.....	104
	SHTOJCA 5: Analizë e Detajuar e Legjislacionit të BE-së që do të Transpozohet.....	114

HYRJE

Informacion i përgjithshëm	
Titulli	Koncept Dokument për Zhvillimin e Kornizës Rregullatore për Tregjet Kapitalë
Ministria përgjegjëse	Ministria e Financave, Punës dhe Transfereve
Personi kontaktues	Art Jashari Departamenti Ligjor, MFPT
PKZH	10.5.2 Hartimi dhe miratimi i Koncept Dokumentit për Tregjet Financiare
Prioriteti strategjik	Plani Kombëtar për Zhvillim (PKZH) – Shtylla Zhvillimit të Qëndrueshëm Ekonomik, Qëllimi Strategjik – Sigurimi i Disiplinës Fiskale të Qëndrueshme, Masa Strategjike 10.5.2., Veprimi – Hartimi dhe aprovimi i Koncept Dokumentit për Tregjet Financiare

Vendimi	
Çështja kryesore	Ky Koncept Dokument përshkruan çështjet kryesore që duhet të merren në konsideratë për krijimin e një kuadri rregullator për tregjet e kapitalit në Kosovë.
Përmbledhja e konsultimeve	Koncept Dokumenti është dërguar për konsultime paraprake me datë 12.08.2024. Procesi i konsultimeve paraprake ka zgjatur pesëmbëdhjetë (15) ditë pune. Gjatë këtij procesi, Grupi Punues ka pranuar dhe adresuar komentet e institucioneve si në vijim: Banka Qendrore e Kosovës, Zyra e Kryeministrit dhe Thesari i Kosovës.
	Koncept Dokumenti është dërguar për konsultime publike me datë 07.11.2024, përmes postës elektronike si dhe përmes publikimit në platformën online për konsultime publike. Procesi i konsultimeve publike ka zgjatur pesëmbëdhjetë (15) ditë pune, deri me datë 27.11.2024. Gjatë këtij procesi, Grupi Punues ka pranuar dhe adresuar komentet e palëve si në vijim: <ul style="list-style-type: none"> - Genc Maloku – Qytetar; - Berat Isa – Qytetar; - Emanuel Bajra – Qytetar; - Meti Jashanica – Qytetar; - KCSF; - Raiffeisen Bank of Kosova; dhe - BERZH.
Opsioni i propozuar	Opsioni 3: Miratimi i një Kornize Gjithëpërfshirëse Rregullatore për Tregjet e Kapitalit në Kosovë. Ky opsion parasheh një kornizë gjithëpërfshirëse rregullatore për tregjet e kapitalit në Kosovë është thelbësore për të adresuar mangësitë e identifikuara rregullatore dhe për të stimuluar zhvillimin e tregut. Kjo

	qasje përfshinë objektiva specifike të përshkruara në seksionin 2.3, të cilat synojnë të korigjojnë çështjet në fjalë dhe të ofrojnë zgjidhje të mundshme për kufizimet ekzistuese të tregut, veçanërisht mungesën e stimujve të tregut për krijimin e infrastrukturës për tregtim dhe pas tregtimit.
--	---

Ndikimet kryesore të pritshme	
Ndikimet buxhetore	Zbatohet brenda kufijve aktual të buxhetit.
Ndikimet ekonomike	Mbështetja e rritjes dhe konkurrueshmërisë së bizneseve përmes qasje së lehtësuar në financim afatgjatë.
Ndikimet sociale	Rritja e numrit të vendeve të punës në dispozicion dhe nivelit të pagave përmes rritjes së investimeve kapitale dhe kërkimit dhe zhvillimit brenda bizneseve.
Ndikimet në mjedis	Nuk priten ndikime përkatëse në këtë kategori.
Ndikimet ndërsektoriale	Nuk priten ndikime përkatëse në këtë kategori.
Ngarkesat administrative për kompanitë	Nuk është e aplikueshme.
Testi i NVM-ve	Po. Gjatë hartimit ka pasur një proces konsultimi me palët e interesit dhe NVM-të e kanë mirëpritur dokumentin

Hapat e ardhshëm	
Afatshkurtër	Hartimi dhe miratimi i ligjeve të reja dhe amendamenti i ligjeve ekzistuese.
Afatmesëm	Hartimi i legjislacionit sekondar, ngritja e kapaciteteve të rregullatorit të tregjeve të kapitalit dhe zbatimi i përmirësimeve të nevojshme në sistemet ekzistuese të TI-së sikur Depozitari Qendrori i Letrave me Vlerë (DQLV) dhe Sistemi i Shlyerjes së Letrave me Vlerë (SSLV)

Përmbledhje Ekzekutive

Ky Koncept Dokument përshkruan çështjet kryesore që duhet të merren në konsideratë për krijimin e një kuadri rregullator për tregjet e kapitalit në Kosovë. Është pjese integrale e Planit Kombëtar të Zhvillimit (PKZH) – Shtylla e Zhvillimit Ekonomik të Qëndrueshëm, Qëllimi Strategjik – Sigurimi i Disiplinës Fiskale të Qëndrueshme, Masa Strategjike 10.5.2., Veprimi që lidhet me hartimin dhe miratimin e Koncept Dokumentit për Tregjet e Kapitalit. Qëllimi i Koncept Dokumentit është t'i paraqesë Qeverisë së Republikës së Kosovës opsione të zgjedhura, duke nxitur diskutime mbi avantazhet dhe disavantazhet e krijimit të tregjeve të kapitalit dhe instrumenteve shoqëruese. Duke shërbyer si referencë informative, ky dokument synon të nisë procesin e hartimit të kuadrit ligjor dhe rregullator për tregjet e kapitalit në Kosovë.

Koncept Dokumenti trajton çështjen e me rëndësi në Kosovë që ka të bëjë me qasje të kufizuar në financim për bizneset në të gjitha fazat zhvillimore. Tregjet e kapitalit mund të luajnë një rol thelbësor në nxitjen e rritjes ekonomike dhe punësimit duke mundësuar derdhjen e fondeve të sektorit privat nga investitorët institucionalë dhe privatë në projekte afatgjata, novatore dhe më të rrezikshme që mund të mos financohen lehtë nga bankat tradicionale. Për më tepër, tregjet e kapitalit kontribuojnë në stabilitetin financiar duke zbutur efektet e dëmshme të cikleve të kredisë bankare. Duke vepruar si një alternativë konkurruese ndaj bankave tregtare, ato incentivojnë bankat për të rritur efektshmërinë, për të ulur kostot e financimit dhe për të zgjeruar kreditimin në të gjithë sektorët kryesorë strategjikë, duke përfshirë korporatat, ndërmarrjet e vogla dhe të mesme (NVM-

të), infrastrukturën, strehimin dhe ndryshimet klimatike. Ato mund të ofrojnë mundësi investimi për të lejuar banorët vendas të kursejnë për prosperitetin e tyre afatgjatë

Aktualisht, Republikës së Kosovës i mungon një kornizë gjithëpërfshirëse rregullatore për tregjet e saj të kapitalit. Për të trajtuar këtë hendek dhe për të përmbushur objektivin e politikës për të përmirësuar qasjen në financimin e tregut të kapitalit për bizneset, prezentimi i legjislacionit të ri është i domosdoshëm për të mbushur boshllëqet e mëdha rregullatore. Qasja e propozuar është miratimi i një kuadri rregullator të harmonizuar me rregullat e BE-së për tregjet e kapitalit dhe i përshtatur sipas nivelit aktual të zhvillimit të tregut të kapitalit në Republikën e Kosovës. Ky objektivi strategjik përkthehet në objektivat specifike të mëposhtme:

- 1) Plotësim ndryshimi i rregullativës ekzistuese për të mundësuar krijimin e tregut për obligacione të korporatave.
- 2) Miratimi i ligjit për treg të kapitalit për të krijuar kornizën e nevojshme për zhvillim të tregut, ofrimin e shërbimeve dhe mbrojtjen e investitorëve.
- 3) Zbatimi i ligjeve për fondet investive, duke lejuar formimin e fondeve investimit të cilat investojnë në tregjet publike të sigurimeve dhe tregjet private (kapitali privat, kapitali ndërmarrës, etj.).

Duke trajtuar mangësitë e tregut që ndikojnë në krijimin e infrastrukturës, shërbimeve dhe instrumenteve të tregut, Koncepti Dokumenti shqyrton dhe rekomandon zgjidhje optimale për çështjet kryesore të politikave:

1. Struktura rregullatore institucionale: Ruajtja e modelit aktual të integruar me Bankën Qendrore të Republikës së Kosovës (BQK) që mbikëqyr tërësinë e tregjeve financiare, përfshirë edhe tregjet e kapitalit, konsiderohet si qasja më praktike, veçanërisht në fazat fillestare.
2. Vendndodhja e Depozitarit Qendror të Letrave me Vlerë (CSD): Zgjerimi i infrastrukturës ekzistuese depozitare dhe shlyese në Bankën Qendrore të Kosovës (BQK), që aktualisht shërben obligacionet qeveritare, për të përfshirë obligacionet e korporatave është opsioni më i realizueshëm afat-shkurtër dhe afat-mesëm.
3. Krijimi i burës: Krijimi i një shkëmbimi formal të letrave me vlerë (tregu i rregulluar) nuk është i rekomanduar në këtë fazë, duke marrë parasysh kushtet aktuale të tregut dhe përvojat diku tjetër. Si alternativë, mund të jetë e dobishme të shqyrtohet opsioni i zgjerimit të

platformës për obligacionet qeveritare që aktualisht janë në përdorim për të përfshirë sigurimet e borxhit të korporatave.

4. Vendndodhja e një skeme kompensimi të investitorëve: Është e rekomanduar të zgjerohen përgjegjësitë e Fondit për Sigurimin e Depozitave (FSDK) për të përfshirë një skemë kompensimi të investitorëve me një grup të veçantë asetesh të ndara nga skema aktuale e sigurimit të depozitave. Rregulloret e BE-së mandatojnë një skemë kompensimi të investitorëve për dështimet e firmave të investimeve.

Plani i propozuar i zbatimit përfshin dy vjet me ndikim të kufizuar të buxhetit të drejtpërdrejtë sipas opsionit të preferuar.

1. PËRKUFIZIMI I PROBLEMIT

1.1. Përshkrimi i Politikës Ekzistuese dhe Kornizës Ligjore

Aktualisht, Kosovës i mungon një kornizë gjithëpërfshirëse rregullatore për tregjet e saj të kapitalit. Megjithatë, ka pjesë të ndryshme të legjislacionit primar dhe sekondar që mund të konsiderohen si pjesë përbërëse të kornizës së tregjeve të kapitalit ose që kanë ndikim mbi to. Tabela e mëposhtme përshkruan legjislacionin ekzistues dhe përshkrime të hollësishme të këtyre ligjeve janë dhënë në pjesën pasuese të këtij seksioni.

Tabela 1: Politika dhe korniza ligjore ekzistuese

Dokumenti i politikave, ligji ose akti nënligjor	Linku për politikat ose dokumentet e planifikimit në internet dhe aktet ligjore në Gazetën Zyrtare	Institucioni(et) shtetërore përgjegjëse për zbatim
Ligji Nr. 03/L-209 për Bankën Qendrore të Republikës së Kosovës	https://gzk.rks-gov.net/ActDetail.aspx?ActID=2696&langid=2	BQK
Ligji Nr. 04/L-155 për Sistemin e Pagesave	https://gzk.rks-gov.net/ActDetail.aspx?ActID=8663&langid=2	BQK

Rregullorja për Sistemin e Pagesave Ndërbankare	https://bqk-kos.org/repository/docs/korniza_ligjore/shqip/Rregullore%20per%20Sistemin%20e%20Pagesave%20nd%C3%ABrbankare.pdf	BQK
Ligji Nr. 04/L-093 për Bankat, Institucionet Mikrofinanciare dhe Institucionet Financiare Jobankare	https://gzk.rks-gov.net/ActDetail.aspx?ActID=2816	MFPT
Rregullorja për regjistrimin e institucioneve financiare jobankare	https://bqk-kos.org/repository/docs/korniza_ligjore/shqip/Rregullore%20per%20Regjistrimin%20Mbikeqyrjen%20dhe%20Veprimtarie%20e%20IFJB-ve%20-%2028%2005%202015%20(3)%20(3).pdf	BQK
Rregullore për kapitalin rregullator dhe ruajtjen e fondeve të klientëve të institucioneve financiare jobankare	https://bqk-kos.org/repository/docs/korniza_ligjore/shqip/Rregullore%20p%C3%ABr%20kapital%20rregullator%20dhe%20ruajtje%20t%C3%AB%20fondeve%20t%C3%AB%20IFJB%20.pdf	BQK
Rregullore për Licencimin, Rregullimin dhe Mbikëqyrjen e Operatorëve të Sistemit të Pagesave	https://bqk-kos.org/repository/docs/korniza_ligjore/shqip/Rregullore%20p%C3%ABr%20operator%C3%ABt%20e%20sistemit%20t%C3%AB%20pagesave.pdf	BQK
Ligji Nr. 08/L-099 për Borxhin Shtetëror dhe Garancitë Shtetërore	https://gzk.rks-gov.net/ActDetail.aspx?ActID=68498	MFPT
Rregullorja MF-BQK Nr. 01/2014 për Tregun Primar dhe Sekondar të Letrave me Vlerë të Qeverisë së Republikës së Kosovës	https://bqk-kos.org/repository/docs/korniza_ligjore/english/Primary%20and%20Secondary%20Market%20of%20Government%20Securities.pdf	MFPT/BQK
Rregullorja për Riblerje të Letrave me Vlerë me Bankën Qendrore të	https://bqk-kos.org/repository/docs/korniza_ligjore/shqip/Rregullorja%20per%20Riblerje%20te%20Letrave%20me%20Vlere%20.pdf	BQK

Republikës së Kosovës		
Ligji Nr. 06/L-032 për Kontabilitet, Raportim Financiar dhe Auditim	https://gzk.rks-gov.net/ActDetail.aspx?ActID=16268&langid=2	MFPT
Ligji Nr. 06/L-016 për Shoqëritë Tregtare	https://gzk.rks-gov.net/ActDetail.aspx?ActID=16426&langid=2	MINT
Ligji Nr. 04/L-077 për Marrëdhëniet e Detyrimeve	https://gzk.rks-gov.net/ActDetail.aspx?ActID=2828&langid=2	Të gjithë institucionet
Ligji Nr. 04/L-101 për Fondet Pensionale të Kosovës	https://gzk.rks-gov.net/ActDetail.aspx?ActID=2815&langid=2	MFLT
Rregullorja për Menaxhuesit e Mjeteve Pensionale	https://bqk-kos.org/repository/docs/korniza_ligjore/shqip/Rregullore%20p%C3%ABr%20Menaxhuesit%20e%20Mjeteve%20Pensionale.pdf	BQK
Rregullorja për Licencimin e Menaxhuesve për Mjetet e Fondeve Pensionale	https://bqk-kos.org/repository/docs/korniza_ligjore/shqip/licensimin%20e%20menaxhuesve%20te%20mjeteve%20oper%20mjetet%20e%20fondeve%20pensionale.pdf	BQK
Rregullore mbi Investimin e Aseteve në Mbulim të Provizioneve Teknike dhe Matematike si dhe Investimin e Kapitalit Themeltar të Siguruesve	https://bqk-kos.org/repository/docs/korniza_ligjore/shqip/Rregullore%20p%C3%ABr%20Investimin%20e%20Aseteve.pdf	BQK
Ligji Nr. 03/L-216 për Themelimin e Sistemit të Sigurimit të Depozitave për Institucionet Financiare në Kosovë	https://gzk.rks-gov.net/ActDetail.aspx?ActID=2725	FSDK

1.1.1. Ligji Nr. 03/L-209 për Bankën Qendrore të Republikës së Kosovës

Nga perspektiva e zhvillimit të tregjeve të kapitalit, Ligji Nr. 03/L-209 ka rëndësi për dy arsye kryesore: caktimin e një rregullatori të tregjeve të kapitalit dhe administrimin e CSD-së dhe Sistemi i Shlyerjes së Letrave me Vlerë (SSLV).

Pika 1.2. paragrafi 1 i nenit 8 dhe paragrafi 1 i nenit 23 të Ligjit Nr. 03/L-209 i japin BQK-së autoritetin dhe përgjegjësinë për rregullimin, licencimin dhe mbikëqyrjen e institucioneve financiare. Përkufizimi i institucioneve financiare, siç përshkruhet në nenin 1 të ligjit, përfshinë subjektet si bankat, kompanitë e sigurimeve, fondet pensionale dhe organizatat e tjera të përfshira në aktivitete financiare sipas dispozitave të ligjeve në fuqi. Meqenëse si bankat ashtu edhe IFJB-të lejohen të kryejnë shërbime të investimit dhe aktivitete që zakonisht lidhen me tregjet e kapitalit, është e arsyeshme të pohohet se BQK-ja është duke vepruar në mënyrë efektive si rregullator për tregjet e kapitalit. Po ashtu, nuk ka asnjë pengesë ligjore që e pengon BQK-në që të caktohet si rregullator i tregjeve të kapitalit në ndonjë ligj të specializuar në lidhje me tregjet e kapitalit që mund të miratohet në të ardhmen. Megjithatë, BQK-ja do të duhet të përcaktohet si e tillë në çdo ligj të veçantë që ndërlidhet me tregjet e kapitalit. Kompetencat rregullatore të BQK-së janë përcaktuar më tej në paragrafin 2 të nenit 23, nenit 35 dhe nenit 65 të Ligjit.

Pika 1.3. paragrafi 1 i nenit 8 dhe paragrafi 1 i nenit 22 të Ligjit ia besojnë BQK-së përgjegjësinë ekskluzive për rregullimin, licencimin, regjistrimin dhe mbikëqyrjen e sistemeve të pagesave dhe SSS-ve. Roli i BQK-së në fushën e letrave me vlerë është zgjeruar më tej në pikën 1.1, paragrafin 1 të nenit 9 të Ligjit Nr. 03/L-209, i cili specifikon se BQK-ja është e autorizuar të krijojë dhe të mbajë llogari të parave të gatshme dhe letrave me vlerë për bankat, institucionet e tjera financiare dhe subjektet publike. Një dispozitë tjetër kritike në lidhje me CSD-të gjendet në paragrafin 2 të nenit 21 të Ligjit Nr. 03/L-209, i cili i jep BQK-së autoritetin për të organizuar, poseduar, marrë pjesë dhe operuar me pagesat dhe SSS-të.

1.1.2. Ligji Nr. 04/L-155 për Sistemin e Pagesave

Nenet 1 dhe 6 të Ligjit Nr. 04/L-155 ripohojnë dispozitat tashmë të përshkruara në Ligjin Nr. 03/L-209 duke i dhënë BQK-së autoritetin ekskluziv për rregullimin dhe mbikëqyrjen e sistemeve të pagesave dhe SSS-ve brenda Kosovës. Ligji Nr. 04/L-155 gjithashtu autorizon BQK-në të krijojë, të marrë pjesë dhe të operojë sistemet e pagesave, duke i mundësuar gjithashtu BQK-së të

funksionojë si agjent i shlyerjeve, palë qendrore, subjekt kliringu dhe CSD. Veçanërisht, paragrafi 3 i nenit 16 përjashton në mënyrë eksplicite sistemet e pagesave, kliringut dhe shlyerjes së letrave të cilat zotërohen dhe operohen nga BQK-së nga procesi i licencimit.

Ligji Nr. 04/L-155 përfshinë çështje kritike dhe inkorporon dispozita thelbësore për zbatimin efektiv të standardeve ndërkombëtare në fushën e SSS-së. Duke marrë natyrën gjithëpërfshirëse të këtyre dispozitave, ky Koncept Dokument nuk thellohet në elemente individuale të ligjit.

1.1.3. Rregullorja për Sistemin e Pagesave Ndërbankare

Rregullorja për Sistemin e Pagesave Ndërbankare ofron specifika shtesë në lidhje me funksionimin e sistemit ekzistues, i cili aktualisht mbikëqyret nga BQK-ja, duke përfshirë edhe SSS.

1.1.4. Ligji Nr. 04/L-093 për Bankat, Institucionet Mikrofinanciare dhe Institucionet Financiare Jobankare

Ligji Nr. 04/L-093 përmban dispozita kyçe relevante për tregjet e kapitalit, që kryesisht gjenden në nenet 44 dhe 94.

Neni 44 i titulluar “Aktivitetet e lejuara financiare” u lejon bankave të angazhohen në aktivitete të ndryshme në tregjet e kapitalit. Këto aktivitete përfshijnë tregtimin e instrumenteve financiare për llogari të vetë bankës ose për llogari të klientëve, ruajtjen dhe administrimin e letrave me vlerë, menaxhimin e portofolit, dhënien e këshillave rreth investimeve dhe marrjen dhe shpërndarjen e letrave me vlerë. Kjo qasje përputhet me regjimin e informacionit të tregut, listat e brendshme në MAR, me modelin mbizotërues bankar universal në Evropë dhe pasqyron aktivitetet e autorizuar të cekura në Shtojcën I të Direktivës për Kërkesat e Kapitalit (CRD).¹

Neni 94, i titulluar “Aktivitetet e Lejuara të Institucioneve të Regjistruara Jobankare Financiare (IFJB)”, u jep IFJB-ve autoritet për të ndërmarrë disa aktivitete në tregjet e kapitalit. Këto aktivitete përfshijnë nënshkrimin e letrave me vlerë, tregtimin e letrave me vlerë, veprimin si shoqëri investuese dhe funksionimin si këshilltar i investimeve. Këto dispozita vendosin parakushtet e

¹ Keni parasysh se ka një ndryshim të rëndësishëm ndërmjet versionit në gjuhën angleze dhe shqipe të Ligjit Nr. 04/L-093 në pikën 1.8. të paragrafit 1 të nenit 44, versioni në gjuhën angleze kufizohet në instrumentet e borxhit.

nevojshme për zhvillimin e kompanive investive jobankare². Megjithatë, vlen të përmendet se kjo industri nuk është materializuar dhe aktet nënligjore të miratuara nga BQK-ja, si Rregullorja për regjistrimin e institucioneve financiare jobankare dhe Rregullorja për kapitalin rregullator dhe ruajtjen e fondeve të klientëve të institucioneve financiare jobankare, aktualisht nuk përfshin aktivitete që lidhen me tregjet e kapitalit.

1.1.5. Ligji Nr. 08/L-099 për Borxhin Shtetëror dhe Garancitë Shtetërore

Ligji Nr. 08/L-099 ka një rëndësi të veçantë në kontekstin e tregjeve të kapitalit në Kosovë pasi që përcakton kornizën për emetimin e letrave me vlerë të borxhit të qeverisë brenda vendit. Neni 22 i këtij ligji përcakton BQK-në si agjent fiskal për Ministrinë e Financave, Punës dhe Transfereve (MFPT). Ky rol i jep BQK-së autoritet për të zhvilluar ankande, për të mbajtur një regjistër, për të regjistruar transaksionet dhe për të lehtësuar transferimin e pronësisë së letrave me vlerë të qeverisë. Për më tepër, BQK-ja është e autorizuar të lehtësojë funksionimin e tregut sekondar për letrat me vlerë të qeverisë. Kështu, ky ligj luan një rol kyç në krijimin e një pasqyre për letrat me vlerë të borxhit të qeverisë në Kosovë.

1.1.6. Rregullorja MF-BQK Nr. 01/2014 për Tregun Primar dhe Sekondar të Letrave me Vlerë të Qeverisë së Republikës së Kosovës

Rregullorja MF-BQK Nr. 01/2014 vendos një kornizë gjithëpërfshirëse për aktivitetet qeverisëse si në tregun primar ashtu edhe në atë sekondar për letrat me vlerë të qeverisë. Këto rregulla mbulojnë një gamë të gjerë transaksionesh, duke përfshirë emetimin e letrave me vlerë, riblerjen e letrave me vlerë, rihapjen e emetimeve ekzistuese, ankandin e kundërt dhe shkëmbimin e letrave me vlerë, ndër të tjera. Për më tepër, Rregullorja prezanton një sistem të akterëve primar për borxhin e qeverisë, siç specifikohet në nenin 10. Ajo gjithashtu përshkruan rregullat themelore për kryerjen e tregtimit në tregun sekondar, siç përshkruhet në nenin 9.

² “Shoqëri investuese” nënkupton çdo person juridik, profesioni ose biznesi i rregullt i të cilit është ofrimi i një ose më shumë shërbimeve investuese ndaj palëve të treta dhe/ose zhvillimi e një ose më shumë aktiviteteve investuese mbi baza profesionale (shih nenin 4(1) të MiFID II). Shërbimet dhe aktivitetet e investimeve përfshijnë: pranimin dhe transmetimin e urdhrave në lidhje me një ose më shumë instrumente financiare; ekzekutimin e porosive në emër të klientëve; transaksionet për llogari të tyre; menaxhimin e portofolit; këshillat për investime; sigurimin e instrumenteve financiare dhe/ose vendosjen e instrumenteve financiare mbi bazën e një zotimi të fuqishëm; vendosjen e instrumenteve financiare pa bazë të zotimit të fuqishëm; funksionimin e një MTF; funksionimin e një OTF (shih Shtojcën I, Seksionin A të MiFID II).

Në tregun sekondar, transaksionet kryhen sipas Tregut Jashtë Bursës (OTC), ku akterët kryesorë marrin rolin e agjentëve teknikë përgjegjës për shlyerjen e transaksioneve brenda sistemit të regjistrit kontabël të administruar nga BQK-ja. Kjo Rregullore luan rol kyç në sigurimin e një kornize të strukturuar për funksionimin e tregjeve primare dhe sekondare për letrat me vlerë të qeverisë, duke kontribuar kështu në efikasitetin dhe transparencën e këtyre tregjeve.

1.1.7. Rregullorja për Riblerje të Letrave me Vlerë me Bankën Qendrore të Republikës së Kosovës

Rregullorja përcakton kushtet dhe kriteret specifike që një bankë duhet ti përmbahet kur kërkon ndihmë përmes ekzekutimit të marrëveshjes së riblerjes me BQK-në. Është e rëndësishme të theksohet se kjo rregullore dallon nga transaksionet e riblerjes tregtare ndërmjet pjesëmarrësve të tregut. Me fjalë të tjera, nuk ka rregullore ekuivalente që rregullojnë marrëveshjet e riblerjes të kryera ndërmjet subjekteve tregtare në treg. Fokusi i kësaj rregulloreje është ekskluzivisht në procedurat dhe kërkesat që kanë të bëjnë me marrëveshjet e riblerjes që përfshijnë BQK-në.

1.1.8. Ligji Nr. 06/L-032 për Kontabilitet, Raportim Financiar dhe Auditim

Ligji Nr. 06/L-032 parashtron kornizën e raportimit financiar në Kosovë. Ai gjithashtu obligon që të gjitha shoqëritë tregtare të regjistruara si shoqëri me përgjegjësi të kufizuar ose shoqëri aksionare në Kosovë, varësisht nga madhësia e tyre, që të zbatojnë Standardet Ndërkombëtare të Raportimit Financiar (SNRF) ose SNRF-të për Subjekte të Vogla dhe të Mesme, të përkthyer në gjuhën shqipe dhe të miratuara nga Këshilli Kosovar për Raportim Financiar (KKRF). Megjithatë, shoqëritë e licencuara nga BQK-ja, siç janë bankat dhe kompanitë e sigurimeve, janë të obliguara të përdorin SNRF-të e plota për raportim financiar.³

Neni 10 i këtij Ligji përcakton se të gjitha subjektet e mëdha dhe të mesme duhet të auditojnë pasqyrat e tyre financiare në përputhje me Standardet Ndërkombëtare të Auditimit (SNA), duke përfshirë interpretimet, udhëzimet dhe deklaratat përkatëse të nxjerra nga Bordi i Standardeve Ndërkombëtare të Auditimit dhe Sigurisë (BSNAS) dhe të miratuara nga KKRF.

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

Vlen të theksohet se neni 1 i Ligjit Nr. 06/L-032 thekson se ai përfron legjislacionin shtetëror me direktivat përkatëse të BE-së për auditimin ligjor dhe pasqyrat financiare vjetore (Direktiva 2006/43/EC dhe Direktiva 2013/34/EU). Megjithatë, ky përfrim nuk përfrshin ndryshimet më të fundit në lidhje me raportimin jofinanciar dhe të qëndrueshmërisë.

Po ashtu, pika 1.14., paragrafi 1 i nenit 3 të Ligjit Nr. 06/L-032 përcakton se subjektet letrat me vlerë të cilave janë të pranuar për tregtim në një treg të rregulluar në Republikën e Kosovës, kategorizohen si subjekte me interes publik, së bashku me institucionet financiare dhe ndërmarrjet publike dhe shoqërore. Kjo kërkesë përputhet me standardet e BE-së dhe imponon standarde më të larta të qeverisjes dhe transparencës. Subjektet me interes publik obligohen më tej të krijojnë një komitet të auditimit dhe të kenë një auditor të brendshëm, sipas paragrafëve 3 dhe 5 të nenit 7. Kërkesat shtesë në lidhje me subjektet me interes publik mund të gjenden në nenet 10, 32 dhe 34.

1.1.9. Ligji Nr. 06/L-016 për Shoqëritë Tregtare

Sipas Ligjit Nr. 06/L-016 në Kosovë, bizneset kanë mundësi të ndryshme të regjistrimit, duke përfrshirë bizneset individuale, ortakëritë e përgjithshme, ortakëritë e kufizuara, shoqëritë me përgjegjësi të kufizuar dhe shoqëritë aksionare. Organizatat e huaja tregtare gjithashtu lejohen të ushtrojnë aktivitete ekonomike në Kosovë përmes degës, me kusht që të regjistrohen në Agjencinë për Regjistrimin e Bizneseve.

Sa i përket emetimit të letrave me vlerë nga shoqëritë, paragrafi 1 i nenit 139 të ligjit parashikon se shoqëria aksionare mund të krijojë ose të emetojë letra të tjera përveç aksioneve. Kjo përfrshinë obligacionet, letrat me vlerë të konvertueshme dhe opsonet për të blerë aksione. Megjithatë, është e rëndësishme të theksohet se ndërsa ligji përfrshinë dispozita të shumta në lidhje me emetimin e aksioneve dhe obligacioneve të konvertueshme nga shoqëritë aksionare, atij i mungojnë dispozita specifike në lidhje me instrumentet e borxhit.

Neni 134 i këtij Ligji ka të bëjë me transferimin e aksioneve ndërmjet aksionarëve, ku paragrafi 5 specifikon se transferimi konsiderohet i përfunduar pasi shoqëria aksionare të njoftohet për transferimin e aksioneve dhe transferimi të jetë vërtetuar. Megjithatë, të dhënat e aksionarëve mbahen edhe nga Agjencia e Regjistrimit të Bizneseve të Kosovës (ARBK), siç është cekur në pikën 1.6, paragrafin 1 të nenit 22. Paragrafi 2 i nenit 20 përcakton se informacioni i regjistruar dhe dokumentet e publikuara në përputhje me nenin 22 konsiderohen të sakta për palët e treta, me

përjashtim të rasteve kur ato e dinin ose duhet ta dinin se regjistrimi ose dokumenti është i pasaktë. Për të siguruar konsistencë ndërmjet listës së aksionarëve të mbajtur nga shoqëria dhe asaj të mbajtur nga ARBK-ja, paragrafi 4 i nenit 41 thekson se çdo ndryshim në listën e aksionarëve nga shoqëria aksionare duhet gjithashtu të përditësohet menjëherë në ARBK. Kjo dispozitë përforcohet me paragrafin 8 të nenit 17, i cili kërkon nga të gjitha shoqëritë tregtare që në vazhdimësi të përditësojnë dhe mbajnë të dhëna të sakta në regjistër në përputhje me ligjin. Këto dispozita të ngarkuara në lidhje me transferet nuk janë në përputhje me kërkesat për tregtimin në tregjet moderne të kapitalit.

Ligji 06/L-016 përfshinë gjithashtu dispozita që synojnë lehtësimin e pjesëmarrjes së aksionarëve. Neni 184 u'a mundëson që aksionarët të marrin pjesë në kuvendin e aksionarëve nëpërmjet komunikimit elektronik, telefonit ose mënyrave të tjera në distancë. Ai gjithashtu u'a mundëson që i gjithë kuvendi i aksionarëve të zhvillohet në distancë. Neni 190 u'a mundëson aksionarëve të votojnë aksionet e tyre ose personalisht ose përmes përfaqësuesit. Këto dispozita ofrojnë fleksibilitet në mënyrën se si aksionarët angazhohen në proceset e vendimmarrjes korporative dhe janë në përputhje me standardet në këtë fushë.

1.1.10. Ligji Nr. 04/L-077 për Marrëdhëniet e Detyrimeve

Ligji Nr. 04/L-077 përcakton rregullat themelore të zbatueshme për letrat me vlerë në Kosovë. Paragrafi 2 i nenit 217 të Ligjit lejon që letrat me vlerë të shënohen në një medium të ndryshëm nga shënimet e shkruara nëse kërkohet me akt të veçantë ligjor. Neni 221 i ligjit specifikon se një ligj i veçantë mund të përcaktojë kushtet dhe procedurat për emetimin e letrave me vlerë në seri. Varësisht nga lloji i letrave me vlerë në fjalë, nenet 224 deri në 226 përshkruajnë se të drejtat e specifikuar në një letër me vlerë mund të transferohen nëpërmjet mjeteve siç janë dorëzimi, transferimi ose miratimi

Vlen të theksohet se ligjit i mungojnë dispozitat që adresojnë drejtpërdrejt tregtimin e letrave me vlerë në tregjet financiare. Megjithatë, ai ofron fleksibilitet duke mundësuar që këto çështje të trajtohen në ligje të veçanta, duke lënë kështu hapësirë për zhvillime të mëtejshme ligjore në lidhje me tregjet financiare dhe tregtimin e letrave me vlerë.

1.1.11. Ligji Nr. 04/L-101 për Fondet Pensionale të Kosovës

Ligji Nr. 04/L-101 përshkruan sistemin pensional me tre shtylla në Kosovë, i cili përbëhet nga pensionet bazë të siguruara nga Ministria e Punës dhe Mirëqenies Sociale e quajtur më parë, pensionet individuale të kursimeve të siguruara nga Fondi i Kursimeve Pensionale të Kosovës (FKPK) dhe fondet plotësuese pensionale vullnetare të siguruara nga ofruesit privatë.

Ky ligj luan rol vendimtar në zhvillimin e tregjeve të kapitalit për shkak të rolit të fondeve pensionale si investitorë në këto tregje. Veçanërisht, paragrafi 5 i nenit 9 të Ligjit përcakton se një pjesë e fondeve të FKPK-së mund të investohen në Kosovë për të mbështetur zhvillimin e saj ekonomik. Përveç kësaj, paragrafi 7 i nenit 9 përcakton kushtet për investime në Kosovë, duke përfshirë kërkesën që letrat me vlerë të korporatave, siç janë obligacionet dhe aksionet, të regjistrohen në rregullatorin e tregjeve të kapitalit, të vendosen përmes ofertës publike dhe të listohen në një bursë të licencuar të letrave me vlerë në Kosovë ose në një shtet tjetër anëtar i OBZHE-së si dhe të konsiderohen si klasë e pranueshme e asetëve. Kjo thekson nevojën për transparencë dhe mbikëqyrje rregullatore në investimet e tregut të kapitalit.

Përveç kësaj, pika (d) e të njëjtit paragrafi ia mundëson FKPK-së të investojë në fondet e përbashkëta dhe investuese që i nënshtrohen miratimit rregullator në Kosovë, duke zgjeruar mundësitë e tyre të investimit. Megjithatë, pika (a) në paragrafin 13 të nenit 9 ripohon se fondet pensionale nuk mund të investohen në instrumente të letrave me vlerë që nuk janë të listuara ose publikisht të tregtueshme, duke theksuar rëndësinë e transparencës së tregut.

Ligji gjithashtu përshkruan rregulloret për menaxhuesit e mjeteve pensionale. Paragrafi 2 i nenit 10 specifikon se menaxherët e mjeteve pensionale të FKPK-së, nëse janë persona juridikë në Kosovë, duhet të kenë licencë për menaxhimin e mjeteve të lëshuar nga BQK-ja ose ndonjë rregullator tjetër që mbikëqyr tregjet e kapitalit në Kosovë. Përveç kësaj, paragrafi 8 i nenit 21 u'a mundëson ofruesve të pensioneve plotësuese individuale që të shërbejnë si menaxhues të mjeteve për këto pensione nëse plotësojnë kërkesat e specifikuar. Megjithatë, vlen të theksohet se aktualisht nuk ka menaxhues të licencuar të mjeteve pensionale në Kosovë.

1.1.12. Rregullorja për Menaxhuesit e Mjeteve Pensionale

Kjo Rregullore përcakton kushtet për ushtrimin e aktivitetit biznesor të menaxhuesit të asetëve nga Menaxherët e Mjeteve Pensionale të themeluar jashtë Republikës së Kosovës, si dhe defino

detyrat dhe përgjegjësitë të Menaxherëve të Mjeteve, element bazike të Marrëveshjes për Menaxhimin e Mjeteve dhe kërkesat fundamentale për investimin e mjeteve pensionale në Instrumentet për Investime të Hapura. Kjo Rregullore aplikohet për Menaxherët e Mjeteve Pensionale të Fondit të Kursimeve Pensionale të Kosovës, Fondeve Plotësuese Pensionale të Punëdhënësit dhe Pensionet Plotësuese Individuale. Rregullorja përcakton se menaxherët e mjeteve duhet pajisjen me licencë nga BQK-ja.

1.1.13. Rregullorja për Licencimin e Menaxhuesve të Mjeteve për Mjetet Pensionale

Kjo rregullore u përket aplikantëve që kërkojnë licencë për të operuar si menaxhues të mjeteve në Republikën e Kosovës. Neni 3 specifikon se menaxhuesit e licencuar të mjeteve janë të kufizuar në angazhimin vetëm në aktivitete të menaxhimit të mjeteve që lidhen me mjetet pensionale dhe nuk mund të ushtrojnë asnjë biznes tjetër. Theksohet se një kategori e tillë specifike e menaxherëve të mjeteve nuk ekziston brenda acquis të BE-së ku shoqëritë e licencuara të investimeve dhe institucionet kreditore mund të kryejnë shërbime individuale të menaxhimit të portofolit, ndërsa menaxherët e licencuar të fondeve të investimeve menaxhojnë mjetet kolektive të bashkuara në fondet e investimeve. Menaxherët e fondeve pensionale mund të menaxhojnë gjithashtu fondet e tyre sipas Direktivës së IORP-së.

Një dispozitë shtesë që vlen të përmendet është kërkesa që menaxhuesit e mjeteve të kenë kapital aksionar minimal prej 4 milionë euro. Ndonëse qëllimi i kësaj kërkesë është të sigurojë që menaxhuesit e mjeteve të kenë kapital të mjaftueshëm për të operuar në mënyrë efektive, kërkesa është shumë më e lartë se sa zbatohet për shoqëritë e krahasueshme të investimeve dhe menaxhuesit e fondeve të investimeve në BE. Për shembull, neni 9 i IFD-së përcakton kapitalin fillestar për shërbimet e “menaxhimit të portofolit” sipas MiFID II në 75,000.00 euro nëse shoqëria e investimeve nuk mban para ose letra me vlerë, ose 150,000.00 euro nëse mban para ose letra me vlerë të klientëve. Në mënyrë të ngjashme, neni 7 i Direktivës për Sipërmarrjet për Investimet Kolektive në Letra me Vlerë të Transferueshme (UCITS) përcakton kapitalin fillestar prej 125,000.00 euro për shoqëritë e administrimit të fondeve. Arsyeja për kërkesat relativisht të ulëta të kapitalit është se mjetet e klientëve janë të ndara ligjërisht nga mjetet e shoqëria e investimeve ose menaxherit të fondit të investimeve dhe për këtë arsye nuk varen drejtpërdrejt nga qëndrueshmëria e saj financiare.

1.1.14. Rregullorja mbi investimin e asetëve në mbulimin e provizioneve teknike dhe matematike dhe investimin e kapitalit themeltar të siguruesve

Dispozitat e kujdesit në nenin 5 të Rregullores kërkojnë që investimet në letra me vlerë përveç atyre të lëshuara nga Qeveria e Republikës së Kosovës të tregtohen në një treg të rregulluar dhe të kenë një vlerësim kreditor jo më të ulët se BBB. Pasi që këto dispozita i parandalojnë në mënyrë efektive kompanitë e sigurimit të investojnë në instrumentet e tregut vendor përveç nëse nuk krijohet një bursë e letrave me vlerë dhe emetuesi merr një vlerësim kreditor, kjo është në kundërshtim me qëllimet e zhvillimit të tregut të kapitalit. BQK-ja mund të dëshirojë të vlerësojë mundësinë e përmbushjes së objektivave të saj të stabilitetit financiar përmes mjeteve rregullatore që janë më pak kufizuese.

1.1.15. Ligji Nr. 03/L-216 për Themelimin e Sistemit të Sigurimit të Depozitave për Institucionet Financiare në Kosovë

Direktivat e Unionit Evropian që kanë të bëjnë me tregjet e kapitalit kërkojnë ngritjen e një skeme të kompensimit të investitorit. Një vend i mundshëm për skemën mund të jetë FSDK⁴. Nëse kjo zgjidhje miratohet, do të jetë e nevojshme të ndryshohet ligji nr. 03/L-216, i cili aktualisht rregullon sigurimin e depozitave dhe themelimin, ngritjen, qeverisjen, dhe autoritetet e FSDK-së.

1.2. Problemi Kryesor

Koncepti Dokumenti trajton një çështje kritike në Kosovë, e cila është qasja e kufizuar në financim afatgjatë përmes tregjeve të kapitalit për bizneset. Sistemi financiar në Kosovë dominohet kryesisht nga sektori bankar, ku bankat mbajnë pjesën më të madhe të mjeteve me 68.4% të gjithë asetëve të sistemit financiar. Në vend të dytë vijnë fondet pensionale, me 24.5% të asetëve, ndërsa kompanitë e sigurimeve përfaqësojnë 2.7% të asetëve.⁵ Si rezultat, oferta e mundësive të financimit afatgjatë për bizneset është e kufizuar, duke i penguar ato të përfitojnë nga mundësitë e rritjes dhe duke i bërë ato të varura nga kreditë bankare për nevojat e tyre të financimit.

⁴ Për diskutim të mëtejshëm rreth temës, ju lutemi shikoni Seksionin 6.4.

⁵ Shih BQK, "Raporti Vjetor 2022"

Hulumtimi nënvizon ndikimin pozitiv të tregjeve të kapitalit në rritjen ekonomike. Ai sjell në pah se tregjet e kapitalit mundësojnë që fondet e sektorit privat të drejtohen kah projektet afatgjata, inovative dhe më të rrezikshme, të cilat mund të mos financohen lehtësisht nga bankat. Për më tepër, tregjet sekondare të kapitalit ofrojnë likuiditet dhe informacion jetik për emetuesit, investimet dhe rreziqet. Hulumtimet gjithashtu nxjerrin në pah rolin e tregjeve të kapitalit në rritjen e stabilitetit financiar. Tregjet e kapitalit mund të ndihmojnë në zbutjen e efekteve negative të cikleve kreditore të bankave dhe të ofrojnë mundësi alternative të financimit për emetuesit. Qasja në kapital dhe financimi afatgjatë i borxhit mund ti bëjë emetuesit më rezistent ndaj vështirësive financiare, veçanërisht ndaj rreziqeve të normës së interesit.⁶

Zhvillimi i tregjeve të kapitalit nuk është një qëllim i izoluar, por duhet të marrë në konsideratë realitetet më të gjëra ekonomike dhe sociale. Literatura vë në dukje se ka disa parakushte të nevojshme për zhvillimin e tregjeve të kapitalit, duke përfshirë një mjedis makroekonomik të favorshëm, një sektor financiar të zhvilluar mirë dhe një strukturë ligjore dhe institucionale të qëndrueshme. Mjedi makroekonomik ka rëndësi të veçantë, ku niveli i Bruto Produktit Vendor (BPV), si total dhe për kokë banori, luan rol jetik në ofertën dhe kërkesën e fondeve në tregjet e kapitalit. Ekonomitë më të mëdha kanë tendencë të kenë më shumë kompani, kompani më të mëdha dhe rezerva më të mëdha të kapitalit investues. Madhësia dhe struktura e bazës së investitorëve institucionalë, në veçanti, ka ndikim pozitiv në zhvillimin e tregjeve të kapitalit. Diversifikimi i bazës së investitorëve, në veçanti, ka ndikim pozitiv në zhvillimin e tregjeve të kapitalit.⁷

Deri në fund të vitit 2022, borxhi shtetëror i Republikës së Kosovës arriti në 1.7 miliardë euro, që përfshin 1.1 miliardë euro borxh të brendshëm dhe 641 milionë euro borxh të jashtëm. Që nga fillimi i tregut të letrave me vlerë të borxhit të qeverisë në vitin 2012, MFPT ka punuar me zell për të nxitur një treg të qëndrueshëm të karakterizuar nga një bazë e larmishme investitorëve dhe transparencë operacionale.⁸ Borxhi i qeverisë së përgjithshme, si përqindje e BPV-së, qëndroi në 19.91% në përfundim të vitit 2022, një shifër dukshëm më e ulët krahasuar me mesataren e BE-së prej 83.8% dhe

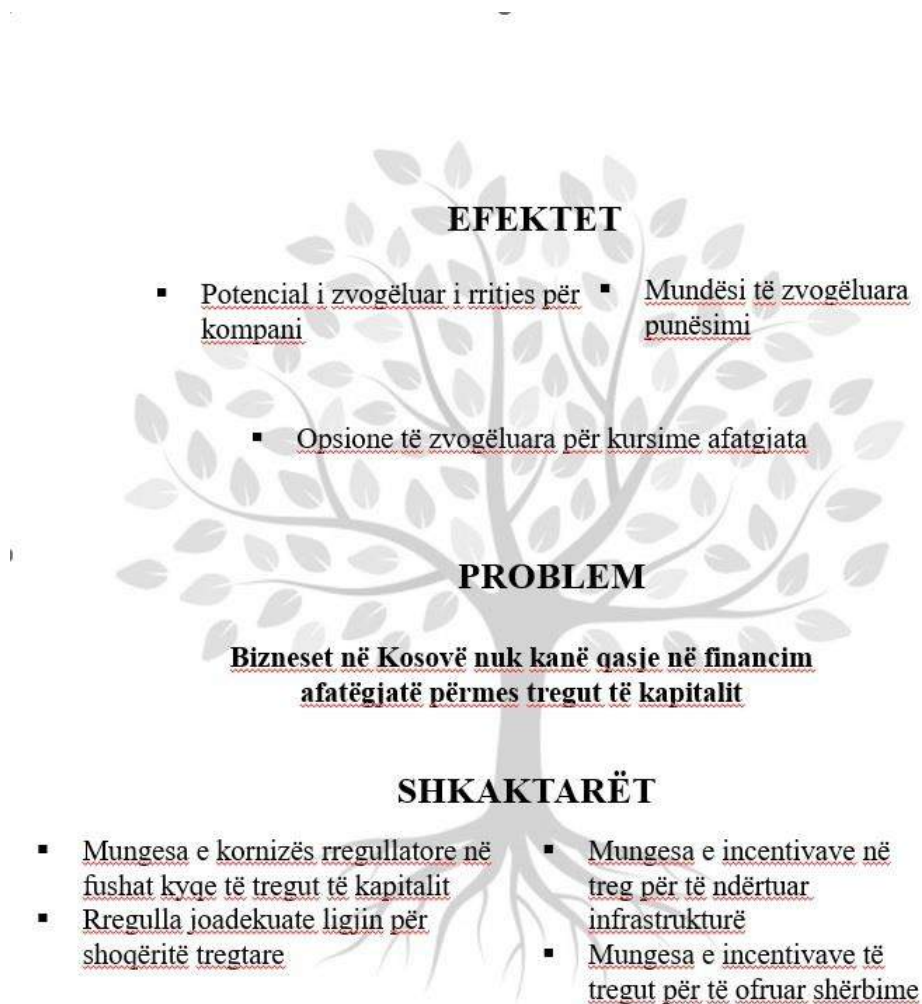
⁶ Shih Banka Botërore, “Zhvillimi i tregjeve të kapitalit – Shkaqet, efektet dhe sekuenca – Një përmbledhje e literaturës”, 2019.

⁷ Për më shumë detaje lidhur me parakushtet për zhvillimin e tregjeve të kapitalit shih Banka Botërore, “Zhvillimi i tregjeve të kapitalit – Shkaqet, efektet dhe sekuenca – Një rishikim i literaturës”, 2019 dhe IFC, “Krijimi i tregjeve të brendshme të kapitalit në vendet në zhvillim: Perspektivat nga Pjesëmarrësit e Tregut”, Shënimi 77, Janar 2020.

⁸ Shih “Programi i Borxhit Shtetëror të Kosovës 2024-2026”, në dispozicion në <https://mf.rks-gov.net/page.aspx?id=2.49>, qasur më 28 shtator 2023.

vendeve të tjera të rajonit (p.sh. Shqipëria 67.58%, Bosnja dhe Hercegovina 29.56%. Bullgaria 33,45%, Kroacia 67,54%, Mali i Zi 71,23%, Maqedonia e Veriut 51,8%, Rumania 47,19, Sllovenia 69,92%.⁹

Figura 1: Pema e problemit



1.3. Shkaqet e Problemit

Siç është diskutuar më parë, ka një serë parakushtesh që duhet të plotësohen në mënyrë që tregjet e kapitalit të zhvillohen. Pjesa tjetër e këtij seksioni fokusohet në mangësitë e identifikuara ligjore

⁹ Shih https://www.imf.org/external/datamapper/GG_DEBT_GDP@GDD/SWE , qasur më 16 tetor 2023

dhe rregullatore në një rën anë dhe mangësitë e tregut në anën tjetër. Nuk janë identifikuar çështje shoqërore si pengesë për zhvillimin e tregjeve të kapitaleve.

1.3.1. Mangësitë Ligjore dhe Rregullatore

Siç u theksua më parë, Kosovës i mungon një kornizë gjithëpërfshirëse rregullatore për tregun e saj të kapitalit. Për të adresuar këtë boshllëk dhe për të promovuar zhvillimin e tregut të kapitalit, është thelbësore të futet legjislacioni i ri që mund të plotësojë zbrazëtitë kryesore rregullatore. Ky legjislacion i ri duhet të synojë krijimin e një mjedisi mbështetës për iniciativat e tregjeve të kapitalit, si në anën e ofertës ashtu edhe të kërkesës së tregut.

Përveç prezantimit të legjislacionit të ri, ekziston gjithashtu një mundësi për të përmirësuar kornizën ekzistuese për të krijuar një mjedis më mbështetës. Kjo është veçanërisht e rëndësishme në lidhje me rregullat që rregullojnë emetimin, regjistrimin dhe transferimin e letrave me vlerë të korporatës. Mangësitë në rregulloren ekzistuese janë cekur në Tabelën 2 më poshtë.

Rregullimi i instrumenteve financiare në BE, siç përcaktohet nga MiFID II, luan rol të rëndësishëm në formësimin e fushëveprimit të rregulloreve të tregjeve të kapitalit.¹⁰ Kjo kornizë përfshinë kategori të ndryshme të instrumenteve financiare, si aksione, obligacione, instrumente të tregut të parave dhe derivativëve. Megjithatë, përkufizimet specifike të klasave individuale dhe themelore të instrumenteve financiare, si aksionet, obligacionet, bonot e thesarit ose letrat tregtare, gjenden zakonisht në legjislacionin shtetëror. Kështu duhet të jetë edhe në Kosovë.

Përveç kësaj, kur bëhet fjalë për letrat me vlerë të borxhit, është e dobishme të vihen në funksion rregulla bazë në lidhje me procesin e vendimmarrjes për mbajtësit e obligacioneve, siç është përfaqësimi i mbajtësve të obligacioneve dhe kuvendi i mbajtësve të obligacioneve. Këto dispozita janë thelbësore për sigurimin e sigurisë juridike, veçanërisht në rastet e mospagimit të emetuesit.

Së fundi, është e rëndësishme që të ketë dispozita që mundësojnë dematerializimin ose imobilizimin e letrave me vlerë, mbajtjen e llogarive të letrave me vlerë nga ndërmjetësit dhe përfshirjen e letrave me vlerë në CSD, së bashku me transferimin e tyre nëpërmjet SSS-së. Kjo duhet të përfshijë rastet specifike si huadhënia e letrave me vlerë dhe marrëveshjet e riblerjes.

¹⁰ Shih nenin 4(44) dhe Seksionin C të Shtojcës I të Direktivës 2014/65/EU – MiFID II.

Për të krijuar një kornizë rregullatore më koherente, është e këshillueshme që të koordinohen dhe të harmonizohen dispozitat e Ligjit Nr. 04/L-077 dhe Ligjit Nr. 06/L-016 me ligjet moderne për të përmbushur kërkesat e një tregu të kapitalit në zhvillim. Ky harmonizim do të sigurojë që korniza ligjore të mbështesë dhe promovojë në mënyrë adekuate rritjen e tregjeve të kapitalit në Kosovë.

Tabela 2: Mangësitë në rregullativen ekzistuese

Lloji i mangësive ligjore dhe rregullatore	Shpjegimi
Rregullat nuk janë të plota	Nenet 44 dhe 94 të Ligjit Nr. 04/L-093 përcaktojnë aktivitetet e lejuara për bankat dhe IFJB-të në fushën e tregjeve të kapitalit. Megjithatë, mungesa e legjislacionit sekondar mbështetës po e pengon zhvillimin e këtyre aktiviteteve.
Rregullat nuk janë të plota	Ligji Nr. 06/L-016 përmend mundësinë që shoqëritë aksionare të emetojnë obligacione. Megjithatë, mungesa e rregullave më të gjëra në lidhje me instrumentet e borxhit po e pengon emetimin në praktikë. Temat që duhet të mbulohen nga legjislacioni përfshijnë të paktën: <ul style="list-style-type: none"> - A duhet të lejohen organizatat afariste të emetojnë instrumente afatshkurtra të borxhit, siç janë letrat tregtare? - Çfarë është obligacioni? Cilat janë karakteristikat e tij kryesore dhe si krahasohet një obligacion me një instrument të tregut të parasë si letër tregtare? - A munden organizata të tjera përveç shoqërive aksionare të emetojnë obligacione apo instrumente tjera të borxhit (p.sh. shoqëritë me përgjegjësi të kufizuar) - Si i marrin vendimet mbajtësit e obligacioneve në lidhje me kushtet e emetimit? - Kush i përfaqëson mbajtësit e obligacioneve në lidhje me emetuesin dhe personat e tjerë (p.sh. në rastin e pranimit)?
Rregullat nuk janë përshtatur me kërkesat e tregut dhe standardet ndërkombëtare	Dispozitat e Ligjit Nr. 06/L-016 lidhur me regjistrimin dhe transferimin e aksioneve ndërmjet aksionarëve nuk janë në përputhje me standardet ndërkombëtare lidhur me tregun e kapitalit. Nga ana tjetër, nuk ka fare rregulla kur bëhet fjalë për instrumentet e borxhit korporativ. Në Kosovë është krijuar një regjim i veçantë ligjor me qëllim të zhvillimit të obligacioneve shtetërore. Një regjim i ngjashëm ligjor duhet të përsëritet për llojet e tjera të instrumenteve financiare të tregtuara në tregjet financiare, kryesisht që përfshijnë pranimin në CSD dhe SSS.

Rregullat shkaktajnë ngarkesa të panevojshme	Menaxhuesit e mjeteve të fondeve pensionale duhet të pajisen me licencë të veçantë për “menaxhues të mjeteve” nga BQK-ja ose angazhimi i një menaxhuesi të mjeteve. Ky regjim është krijuar paralelisht me aktivitetet financiare tashmë ekzistuese për bankat dhe IFJB-të në Ligjin Nr. 04/L-093 imponon kërkesa për kapital prej 4 milionë euro. Është theksuar nga menaxhuesit e fondeve pensionale se niveli minimal i kapitalit nuk është në proporcion me mjetet që aktualisht menaxhohen. Si rezultat, i vetmi menaxhues i fondit pensional që më parë ka qenë i licencuar si menaxhues i mjeteve vendosi të dorëzojë licencën dhe ka zgjedhur t’ transferojë aktivitetet e menaxhimit të mjeteve te një menaxher i huaj i mjeteve.
Rregullat nuk janë të plota	Për shkak se Direktiva 2002/47/KE për marrëveshjet e kolateralit financiar (FCD) nuk është transpozuar në kornizën rregullator vendore, transaksionet e riblerjes të kryera ndërmjet palëve vendore nuk përputhen me standardet ndërkombëtare në terren (p.sh., nuk ka rregull të shtrirje së çaktivizimit). Për të njëjtën arsye, palët financiare vendore nuk mund të lidhin marrëveshje të riblerjes me palët financiare ndërkombëtare të bazuara në Marrëveshje e Riblerjes Kryesore Globale (MRKG). Një opinion ligjor pozitiv nga Shoqata Ndërkombëtare e Tregjeve të Kapitalit (ShNTK) është parakusht për të lidhë marrëveshje të riblerjes në tregjet ndërkombëtare.

Tabela 3 përmban aktet kryesore legjislative të Nivelit 1 të BE-së që duhet të merren parasysh gjatë zhvillimit të tregjeve të kapitalit në Kosovë.¹¹ Përkthimi i këtyre akteve legjislative në rregullatore mund të shërbejë për disa objektiva të rëndësishme. Së pari, miratimi i këtyre akteve legjislative të BE-së do të ndihmojë në tejkalimin e boshllëqeve ekzistuese rregullatore në kornizën e tregjeve të kapitalit të Kosovës. Këto boshllëqe aktualisht po pengojnë zhvillimin e iniciativave të tregut. Duke parashikuar rregulla për emetimin dhe tregtimin e letrave me vlerë dhe duke ndihmuar rritjen e ofruesve të shërbimeve, siç janë shoqëritë e investimeve dhe fondet e investimeve, ky përafrim rregullator mund të mbështesë zgjerimin e tregut të kapitalit. Së dyti, inkorporimi i rregullave të

¹¹ Ka shumë pjesë të tjera të legjislacionit të BE-së që kanë të bëjnë me tregjet e kapitalit e të cilat mund të anashkalohen në këtë fazë shumë të hershme të zhvillimit të tregjeve të kapitalit. Për referencë në të ardhmen këto përfshijnë: Rregullorja (EU) 2017/2402 (Rregullorja e sigurimit); Direktiva (EU) 2019/2162 (Direktiva për obligacionet e mbuluara); Rregullorja (EU) 236/2012 (Rregullorja e shitjeve të vogla); Rregullorja (EU) 648/2012 (EMIR); Rregullorja (EU) 2015/2365 (SFTR); Rregullorja (EU) 345/2013 (EUVECA); Rregullorja (EU) 346/2013 (EUSEF); Rregullorja (EU) 2015/760 (ELTIF); Direktiva (EU) 2016/2341 (IORP); Rregullorja (EU) 2019/1238 (PEPP); Direktiva (EU) 2022/2464 (CSRD); Direktiva 2007/36/EC (SRD II); Rregullorja (EU) 2019/2088 (SFDR); Rregullorja (ET) 1286/2014 (PRIIPs).

BE-së siguron që korniza e tregut të kapitalit të Kosovës të jetë në përputhje me standardet më të larta ndërkombëtare. Ky përafrim është thelbësor për promovimin e transparencës, mbrojtjen e investitorëve dhe integritetin e tregut. Ajo gjithashtu ngjall besim tek investitorët vendor dhe të huaj, pasi ata sigurohen se tregu vendor funksionon sipas rregulloreve të njohura ndërkombëtarisht. Pranimi i rregullave të BE-së jo vetëm që paraqet standarde ndërkombëtare në tregun vendor, por gjithashtu hap tregun vendor për investitorët ndërkombëtarë. Kjo qasje në një treg të rregulluar mirë dhe në përputhje me rregullat mund të tërheqë investitorë dhe kapital të huaj, të cilët mund të kontribuojnë në rritjen dhe zhvillimin e tregjeve të kapitalit të Kosovës. Pjesëmarrësit e tregut kanë theksuar se sipas dispozitave aktuale rregullatore që kanë të bëjnë me PPP-LFT-në, bankat e huaja nuk mund të hapin lehtësisht llogari të parave të gatshme ose letrave me vlerë në bankat në Kosovë, gjë që ka penguar seriozisht qasjen në tregjet vendore nga institucionet e huaja financiare. Edhe pse nuk është në kuadër të fushëveprimit të këtij Koncept Dokumenti, çështja meriton të hetohet më tej pasi pjesëmarrja ndërkombëtare është vendimtare për të sjellë likuiditet në tregun vendor.

Tabela 3: Zbrazëtitë rregullatore

Emri i aktit legjislativ	Përshkrimi shkurtër	Gjendja aktuale në Kosovë
Direktiva 2014/65/EU (MiFID II)	Kushtet për qasje në veprimtarinë e një shoqërie investuese dhe treg të rregulluar dhe kryerjen e shërbimeve dhe aktiviteteve investuese	Nuk ekziston, me përjashtim të listës së aktiviteteve nga nenet 44 dhe 94 të Ligjit 04/L-093. Neni 94 duhet të shfuqizohet pas miratimit të Ligjit për Tregjet e Kapitalit.
Rregullorja (BE) 596/2014 (MAR) dhe Direktiva 2014/57/BE (CSMAD)	Ndalimi i abuzimit të tregut (manipulimi i tregut, tregtimi i brendshëm, shpalosja e informacionit të brendshëm) dhe përshkrimi i sanksioneve penale.	Nuk ekziston, me përjashtim të tregut të obligacioneve shtetërore (neni 15 i Rregullores MF-BQK Nr. 01/2014)
Rregullorja (BE) 2017/1129 (Rregullorja për prospektin)	Rregullat për prospektin që duhet të publikohen kur letrat me vlerë ofrohen për publikun ose pranohen për tregtim në tregun e rregulluar. Përfshinë përjashtimet nga detyrimi.	Nuk ekziston. Shënim i rëndësishëm: megjithëse nuk rregullohet nga legjislacioni i BE-së, dispozitat duhet të përfshijnë informacionin minimal që duhet të jepet kur ofertat përjashtohen nga detyrimi i prospektit.

Direktiva 97/9/EC (Skemat e Kompensimit të Investitorëve)	Vënia në funksion të skemës së kompensimit të investitorëve në rast të dështimit të një shoqërie investuese.	Nuk ekziston. Është e rëndësishme të dakordohet për lokacionin institucional të skemës.
Direktiva (EU) 2019/2034 (IFD) dhe Rregullorja (BE) 2019/2033 (IFR)	Kërkesat për kapital për shoqërie investuese.	Nuk ekziston. Rregullorja e BE-së është jashtëzakonisht komplekse (e bazuar në rrezik) dhe këshillohet të përdoret një qasje më e thjeshtë në vend të IFD-së dhe IFR-së.
Rregullorja (BE) 909/ 2014 CSDR	Rregullorja për CSD dhe shlyerjen e letrave me vlerë.	Pjesërisht. Ligji për pagesat përfshinë disa dispozita lidhura me këtë temë, por nevojiten ndryshime për harmonizim të plotë.
Direktiva 98/26/EC (SFD)	Rregullat për përfundimin e shlyerjes të ekzekutuara përmes sistemeve të pagesave dhe sistemeve të shlyerjes së letrave me vlerë.	Në fuqi (Ligji për Pagesat). Duhet të bëhet një vlerësim për të kontrolluar pajtueshmërinë e plotë.
Direktiva 2002/47/EC (DKF)	Rregullat për përdorimin e kolateralit financiar në transaksionet e riblerjes, transaksionet e derivativëve etj.	Pjesërisht. Transaksionet ndërmjet bankave dhe BQK-së rregullohen me Rregulloren për riblerje të letrave me vlerë me BQK-në. Megjithatë, FCD nuk është përkthyer në kornizën ligjor vendore duke rezultuar në mungesë të opinionit pozitiv të ICMA-së dhe pamundësi për të hyrë në Marrëveshje e Riblerjes Kryesore Globale (MRKG) me homologët në tregjet financiare ndërkombëtare. Marrëveshje e Riblerjes Kryesore Globale
Direktiva 2009/65/EC (UCITS)	Kushtet për krijimin e kompanive të administrimit të fondeve dhe fondeve investuese për investime në letra me vlerë të transferueshme.	Nuk ekziston. E rëndësishme për të zhvilluar më tej investitorët institucionalë vendorë në Kosovë.
Direktiva 2011/61/EU	Kushtet për krijimin e kompanive menaxhuese të	Nuk ekziston. E rëndësishme për zhvillimin e fondeve të

(AIFMD)	fondeve të investimeve alternative.	kapitalit privat lokal, fondeve të kapitalit sipërmarrës dhe fondeve që investojnë në klasa të tjera të aseteve alternative. AIFMD nuk përcakton rregulla për fondet – ato janë në diskrecionin shtetëror.
Direktiva 2004/109/EC (Direktiva e Transparencës)	Kërkesat për transparencë në lidhje me emetuesit, letrat me vlerë të cilëve janë pranuar për tregtim në një treg të rregulluar.	Nuk ekziston.
Direktiva 2004/25/EC për ofertat e blerjes	Korniza rregullatore në lidhje me ofertat e detyrueshme dhe vullnetare për blerje. Është mjet i rëndësishëm për mbrojtjen e aksionarëve të vegjël.	Nuk ekziston. Nuk është e aplikueshme kur nuk ka bursë por duhet të zbatohet nëse krijohet një bursë në Kosovë.

Shumica e rregulloreve nga Tabela 3 janë aktualisht procedura legjislative në vazhdim në BE. Megjithatë, amendamentet e propozuara janë më së shumti të lidhura me tema që nuk janë relevante për krijimin e një tregu të kapitalit në Kosovë. Më shumë detaje mbi procedurat në vazhdim, vlerësimet e ndikimit dhe vlerësimet e kryera në nivel të BE-së mund të gjenden përkatësisht në anekset 1, 2 dhe 3.

Është e rëndësishme të theksohet se sipas paragrafit 7 të nenit 32 të Ligjit Nr. 03/L-209, BQK-ja do të konsultohet nga Qeveria për çdo projektligj që ka të bëjë me çështjet që ndërlidhen me objektivat ose fushën e kompetencës së BQK-së. Përveç kësaj, paragrafi 3 i nenit 73 të ligjit nr. 03/L-209 kërkon konsultim paraprak me BQK-në para çdo ndryshimi të tij.

1.3.2. Mangësitë e Tregut

Tabela 4: Mangësitë e tregut

Lloji i mangësive të tregut	Shpjegimi
Mungesa e stimuljve të tregut - infrastruktura	Zhvillimi i tregjeve moderne të kapitalit kërkon praninë e infrastrukturës specifike të tregut, e cila mund të mos shfaqet natyrshëm pa mbështetjen e publikut. Ndërsa tregjet e krijuara të kapitalit në vendet e zhvilluara shpesh mbështeten në kompanitë fitimprurëse për të ofruar këtë infrastrukturë, tregjet e krijuara

	<p>rishtazi mund të përballen me sfida në tërheqjen e investimeve private për shkak të mungesës së stimujve të menjëhershëm financiarë. Vlen të theksohet se standardet ndërkombëtare të imponuara në infrastrukturën e tregut, veçanërisht pas krizës globale financiare të vitit 2008, kanë rritur kostot që lidhen me ngritjen dhe mirëmbajtjen e një infrastrukture të tillë. Komponentët kryesorë të kësaj infrastrukture të nevojshme përfshijnë CSD-të, SSS-të dhe vendet e tregtimit.</p>
<p>Mungesa e stimujve të tregut - emetuesit</p>	<p>Kostot e larta të hyrjes dhe mirëmbajtjes që lidhen me tregjet e kapitalit shpesh krijojnë barriera që e bëjnë atë më të qashtë për kompanitë më të mëdha. Duke e njohur këtë sfidë, shumë juridiksione kanë zbatuar modele të krijuara posaçërisht për të inkurajuar pjesëmarrjen e kompanive të mesme dhe të vogla në tregun e kapitalit. Ndërsa Kosova zhvillon kornizën e saj të tregut të kapitalit, mund të dëshirojë të eksplorojë dhe miratojë modele të ngjashme për të promovuar pjesëmarrje më të gjerë në treg, siç është krijimi i segmenteve të veçanta në bursa të përshtatura për këto kompani, ofrimi i stimujve për listim, thjeshtimi i kërkesave rregullatore dhe ofrimi i edukimit financiar dhe programeve mbështetëse. Këto masa mund të ndihmojnë në nxitjen e një tregu kapitali më gjithëpërfshirës dhe më të gjallë sjell dobi për bizneset e të gjitha madhësive dhe kontribuon në zhvillimin e përgjithshëm ekonomik të vendit.</p>
<p>Mungesa e stimujve të tregut - pjesëmarrësit</p>	<p>Kostot e lidhura me ruajtjen e standardeve të larta të qeverisjes operacionale dhe profesionale në ofrimin e shërbimeve dhe aktiviteteve të investimit mund të jenë vërtet të konsiderueshme. Këto kosto mund të veprojnë si pengesë për institucionet financiare kur bëhet fjalë për zhvillimin e iniciativave të reja afariste, siç janë produktet e pensioneve plotësuese, fondet e investimeve, kompanitë e ndërmjetësimit dhe shërbimet tjera financiare. Stimujt, partneritetet dhe kornizat rregullatore mbështetëse mund ta bëjnë më të realizueshme për këto institucione që të zgjerojnë shërbimet e tyre, të kontribuojnë në rritjen ekonomike dhe të ofrojnë një gamë më të gjerë të produkteve financiare për klientët.</p>

1.4. Efektet e problemit

Mbështetja e madhe në financimin bankar në Kosovë ka implikime të konsiderueshme për potencialin e rritjes së kompanive dhe gjendjen financiare në vend. Këto janë disa nga pikat kyçe që duhet merren parasysh:

- Ndikimi në rritjen e kompanisë: Hulumtimet kanë treguar se sistemet financiare të bazuara në treg janë të lidhura me investime më të mëdha në pasuri të paprekshme, kërkime dhe zhvillim dhe inovacion teknologjik. Përkundrazi, sistemet e bazuara në banka mund të jenë më të fokusuara në kredidhënie afatshkurtër dhe mund të mos ofrojnë të njëjtin nivel mbështetjeje për këta promotorë të rritjes afatgjatë. Si pasojë, kompanitë që mbështeten kryesisht në financim bankar mund të përballen me kufizime në financimin e inovacionit dhe zgjerimit, gjë që mund të pengojë perspektivat e tyre afatgjatë të rritjes.
- Ndjeshmëria ndaj normave të interesit dhe krizave kreditore: Varësia nga financimi bankar rrit ndjeshmërinë e kompanive ndaj luhatjeve të normave të interesit dhe episodeve të krizave kreditore. Ndryshimet e normave të interesit mund të ndikojnë në kostot e huamarrjes, ndërsa kriza kreditore mund të kufizojë qasjen në financimin thelbësor. Ekzistenca e tregjeve të kapitalit mund të rrisë qëndrueshmërinë e kompanive gjatë krizave. Investitorët në tregjet e kapitalit shpesh kanë një qëndrim më tolerant ndaj rrezikut dhe horizonte më të gjata investimi, të cilat mund t'u ofrojnë kompanive një burim më të qëndrueshëm financimi gjatë periudhave sfiduese ekonomike.
- Efektet në punësim: kufizimet në rritjen dhe inovacionin e kompanisë për shkak të mbështetjes së madhe në financimin nga banka mund të kenë efekte negative në punësimin në sektorin privat. Kompanitë mund të përpiqen të krijojnë vende të reja pune dhe për të nxitur rritjen ekonomike.
- Opsionet e kufizuara për investitorët: Nga ana e investitorëve, mungesa e produkteve të ndryshme investuese në treg redukton mundësitë në dispozicion të klientëve të bankave, veçanërisht në klientëve të vegjël. Kjo mungesë e diversitetit mund të çojë në një varësi të madhe nga depozitat afatshkurtra për kursime. Mundësitë e larmishme të investimeve, siç janë aksionet dhe obligacionet e ofruara përmes tregjeve të kapitalit, mund t'u ofrojnë investitorëve mundësi për kthime potencialisht më të larta, më shumë diversitet dhe një përputhje më të mirë për qëllimet e tyre financiare.

Bazuar në këto konsiderata, zhvillimi i tregjeve të kapitalit në Kosovë mund të ofrojë shumë përfitime, duke përfshirë qasje të zgjeruar në financimin afatgjatë për kompanitë, qëndrueshmëri më të madhe përballë sfidave ekonomike dhe një gamë më të gjerë të mundësive të investimit për individët dhe investitorët institucionalë. Tregjet e kapitalit mund të luajnë rol kryesor në nxitjen e

rritjes ekonomike, mbështetjen e inovacionit dhe reduktimin e dobësive që lidhen me një mbështetje të madhe në financimin nga bankat.

1.5. Identifikimi i palëve të interesit

Tabela 5: Identifikimi i palëve të interesit

Emri i palës së interesit	Shkaku(qet) me të cilat është e lidhur pala e interesit	Efekt(et) me të cilat është e lidhur pala e interesit	Mënyra në të cilën pala e interesit është e lidhura me këto shkaqe ose efekte
Qeveria e Republikës së Kosovës	Mangësitë ligjore dhe rregullatore	Potenciali i reduktuar i rritjes për kompanitë	Mungesa e një kornize ligjore dhe rregullatore gjithëpërfshirëse në fushën e tregjeve të kapitalit
Banka Qendrore e Kosovës	Mangësitë ligjore dhe rregullatore Mungesa e stimujve të tregut për pjesëmarrësit dhe oferta e infrastrukturës së tregut (CSD)	Potenciali i reduktuar i rritjes për kompanitë	Mungesa e legjislacionit sekondar në fushat që tashmë mbulohen nga legjislacioni primar CSD ofron shërbime ekskluzivisht për obligacionet e qeverisë
Fondi i Sigurimit të Depozitave të Kosovës	Mangësitë ligjore dhe rregullatore	Zvogëlimi i potencialit të rritjes së kompanive dhe zgjedhjet e ngushta të investimeve për klientët	FSDK mund të administrojë skemën e kompensimit të investitorëve
Bankat	Mungesa e pjesëmarrjes në tregje	Potenciali i reduktuar i rritjes së kompanive dhe zgjedhjet e pakta të investimeve për klientët	Mungesa e ofertës nga ana e infrastrukturës dhe produktit
Fondet e pensionale	Mungesa e pjesëmarrjes në tregje	Zgjedhje të reduktuara të investimit për klientët për shkak të mungesës së pjesëmarrjes në skemat plotësuese	Potenciali i ulët për akumulimin e mjeteve në skemat plotësuese potenciale dekurajon institucionet financiare

			që të ofrojnë skema të tilla
Kompanitë e sigurimit	Mungesa e pjesëmarrjes në tregje	Potenciali i reduktuar i rritjes për kompanitë	Për shkak të legjislacionit sekondar kufizues lidhur me investimet, ata nuk lejohen të marrin pjesë në tregun lokal me përjashtim të bonove dhe depozitave.
Korporatat	Mangësitë ligjore dhe rregullatore	Potenciali i reduktuar i rritjes së kompanive	Për shkak të mungesës së kornizës rregullatore, kompanitë nuk mund të ofrojnë produkte të bazuara në treg, veçanërisht obligacione korporative dhe oferta publike të aksioneve.

1.5.1. Qeveria e Republikës së Kosovës

Tregjet e obligacioneve të qeverisë shërbejnë si shtyllë bazë e tregjeve të borxhit, zakonisht duke evoluuar së pari dhe duke arritur nivelin më të lartë të likuiditetit, duke ofruar një kontribut të trefishtë në tregjet e reja të kapitalit vendor: (i) duke vepruar si burimi kryesor i letrave me vlerë për investitorët institucionalë vendorë në zhvillim; (ii) duke shërbyer si katalizator për fillimin e tregjeve të borxhit korporativ; dhe (iii) duke formuar bazën për ndërtimin e një linje të interesit përmes sigurimit të një pikë referimi për emetimin dhe vlerësimin e instrumenteve të tjera financiare.

Likuiditeti i tregjeve të obligacioneve të qeverisë në tregun sekondar ka rëndësi të jashtëzakonshme, pasi që likuiditeti i zvogëluar mund të pengojë qasjen në tregun primar dhe të rrisë kostot e huamarrjes. Vlerësimet empirike sugjerojnë se mbajtja e një tregu shumë likuid të obligacioneve qeveritare mund të bëhet sfiduese kur borxhi total i papaguar i qeverisë bie nën një interval prej 100 miliardë dollarë deri në 200 miliardë dollarë.¹² Megjithatë, juridiksione të ndryshme kanë përdorur në mënyrë efektive strategji për të rritur likuiditetin, edhe përballë

¹² Shih McCauley, R. dhe Remolona, E., “Madhësia dhe likuiditeti i tregjeve të obligacioneve qeveritare”, BIS Quarterly Review, nëntor 2000.

kufizimeve të vendosura nga madhësia e ekonomisë dhe shkalla e borxhit publik.¹³ Një rol kyç në këtë përpjekje mund të luajë edhe zhvillimi i tregjeve plotësuese, siç janë riblerja apo huadhënia e letrave me vlerë.¹⁴

Përveç trajtimit të deficiteve buxhetore, një tjetër parakusht kritik për krijimin e një tregu të obligacioneve të qeverisë është prania e investitorëve. Megjithëse bankat vendore marrin tradicionalisht një rol kryesor në fazat e hershme të zhvillimit, zyrat e kujdesshme të menaxhimit të borxhit po diversifikojnë në mënyrë proaktive bazën e tyre të investitorëve për të zbutur rreziqet që lidhen me mbështetjen e tepërt.

Aktualisht, borxhi i jashtëm nuk është emetuar në formën e obligacioneve, por qeveria ka përcaktuar si objektiv kryesor emetimin në tregun ndërkombëtar të letrave me vlerë, ku fillimi i procesit të vlerësimit të kreditimit shtetëror konsiderohet si një parakusht për emetimin ndërkombëtar. Strategjia afatmesme përfshin gjithashtu përpjekjet për të gjallëruar tregun e riblerjes dhe shtrirjen e shpërndarjes së letrave me vlerë të borxhit tek investitorët e vegjël.¹⁵

Borxhi i qeverisjes vendore shpërndahet nëpërmjet ankandeve bazuar në një program të emetimit të borxhit të shpallur publikisht, me banka të autorizuar, që shërbejnë si tregtarë kryesorë, që marrin pjesë në ankande si për llogari të vetë ashtu edhe për klientët e tyre. Përveç akterëve kryesorë, investitorët institucionalë të klasifikuar si “pjesëmarrës kryesorë” kanë gjithashtu të drejtë të marrin pjesë në ankande. Informacioni që ka të bëjë me rezultatet e ankandit dhe statusin e borxhit është lehtësisht i qasshëm. Aktualisht, nëntë banka komerciale kanë statusin e tregtarëve primar, ndërsa FKPK-ja mban statusin e pjesëmarrësit primar.¹⁶ BQK-ja administron CSD-në, SSS-në dhe zhvillon ankandet. Gjatë vitit 2022, janë zhvilluar gjithsej 12 ankande, ku janë paraqitur obligacione të qeverisë me maturitet nga dy deri në dhjetë vite. Të dhënat e pjesëmarrjes në ankand tregojnë se 48.19% përfaqësojnë bankat komerciale, 46.73% i atribuohen fondeve pensionale, 3.07% i përkasin siguruesve dhe 2.01% kategorizohen si “të tjerë”.¹⁷

¹³ Një përmbledhje e shkëlqyer e mjeteve të disponueshme për përmirësimin e tregjeve të obligacioneve të qeverisë mund të gjendet në publikimet vjetore të GABZHERR-së “OECD Sovereign Borrowing Outlook” (p.sh., 2018, 2019, 2020).

¹⁴ Tregjet e riblerjeve varen në masë të madhe nga ekzistenca e një kornize ligjor adekuat dhe efikase, dhe zbatueshmëria e marrëveshjeve kryesore siç është MRKG.

¹⁵ Shih “Programi i Borxhit Shtetëror të Kosovës 2024-2026”, f. 6.

¹⁶ Shih “Programi i Borxhit Shtetëror të Kosovës 2024-2026”, f. 11.

¹⁷ Shih BQK, “Raporti Vjetor 2022”, f 88-89.

Tregu sekondar për obligacionet e qeverisë kryesisht funksionon si një Treg Jashtë Bursës (OTC), ku pjesëmarrësit bien dakord reciprokisht për transaksionet, dhe akterët kryesorë janë përgjegjës për futjen e detajeve të transaksionit në sistemin e regjistrimit kontabël të menaxhuar nga BQK-ja për të nxitur procesin e shlyerjes. Ky proces ndryshon nga metoda mbizotëruese në të cilën pjesëmarrësit e tregut hyjnë drejtpërdrejt në transaksionet e shlyerjes vetë ose nëpërmjet një kujdestari të lidhur me sistemin e shlyerjes. Pjesëmarrësit e tregut kanë theksuar gjithashtu mungesën e detyrimeve të transparencës pas përfundimit të tregtimit në tregun e obligacioneve shtetërore. Paqartësia e çmimeve aktuale të tregut rezulton në uljen e stimuljeve të tregtimit dhe vështirësive që lidhen me vlerësimin e portofolit. Theksohet se acquis e BE-së kërkon një nivel të lartë të transparencës para dhe pas përfundimit të tregtimit në tregjet e letrave me vlerë.

Gjatë vitit 2022, vëllimi i përgjithshëm i transaksioneve të riblerjes që përfshijnë borxhin e qeverisë arriti në 242 milionë euro, duke shënuar një rritje prej 19.5% krahasuar me vitin 2021. Transaksionet e blerjes dhe shitjes së letrave me vlerë të borxhit të qeverisë në vitin 2022 arritën në 94.8 milionë euro, duke reflektuar një rënie prej 21.6% krahasuar me totalin prej 120.7 milionë euro të një viti më parë. Pjesëmarrësit në tregun sekondar për letrat me vlerë të borxhit të qeverisë përfshinin fondet pensionale, bankat komerciale, investitorët individualë dhe BQK-në. Kreditimi brenda ditës nga BQK-ja për bankat komerciale, e mbështetur me kolateral në formën e letrave me vlerë të borxhit të qeverisë, arriti në 557.1 milionë euro në vitin 2022.¹⁸

Përveç rolit të saj në avancimin e tregut të obligacioneve sovrane, qeveria luan rol kryesor në krijimin e kornizës ligjor dhe rregullatore që promovon zhvillimin e tregjeve të kapitalit.

1.5.2. Banka Qendrore e Kosovës

BQK-ja merr rol kyç në nxitjen e zhvillimit të tregjeve të kapitalit në Kosovë pasi shërben si rregullator i tregjeve financiare, përgjegjëse për krijimin e legjislacionit sekondar. Për më tepër, BQK-ja është e pozicionuar mirë për të luajtur rol kyç në krijimin e infrastrukturës thelbësore tregtare dhe post-tregtare në tregje.

¹⁸ Po aty, ref. 34.

1.5.3. Fondi i Sigurimit të Depozitave të Kosovës

Nëse opsioni miratohet, FSDK-ja mund të bëhet administratore e skemës së sapokrijuar të kompensimit të investitorëve të Kosovës.¹⁹

1.5.4. Bankat

Në modelet universale bankare, bankat tradicionalisht luajnë rol kyç në fazat fillestare të zhvillimit të tregut vendor të kapitalit. Ato veprojnë si agjentë financiarë, duke ofruar garanci ose duke ndërmarrë emetimet, shërbejnë si tregtarë kryesorë për borxhin e qeverisë, nxisin likuiditetin në tregun sekondar duke ofruar informacion mbi çmimet, ndihmojnë në hyrjen e investitorëve të huaj në treg dhe shpesh janë emetues të shquar të letrave me vlerë të borxhit. Megjithatë, vlen të theksohet se kërkesat e rrepta të kapitalit, organizimit dhe transparencës të vendosura ndaj bankave pas krizës globale financiare të vitit 2008, kanë zvogëluar dukshëm dëshirën e tyre për të mbajtur letrat me vlerë korporative në bilancet e tyre.²⁰ Bankat gjithashtu kanë të tendencë të jenë dominuese në shpërndarjen e produkteve financiare, veçanërisht fondet e investimeve, për klientët e vegjël. Rregullatorët, duke promovuar shpërndarjen me shumë kanale dhe politikat e arkitekturës së hapur, mund të stimulojnë rritjen e pjesëmarrjes në shpërndarjen e produkteve financiare, duke nxitur konkurrencën e shëndetshme.

Sistemi financiar i Kosovës është kryesisht orientuar në banka. Në mbyllje të vitit 2022, bankat mbanin asete në total prej 6.76 miliardë eurosh, që përbënin 68.4% të të gjithë aseteve të sektorit financiar. Ndonëse raporti i aseteve bankare të Kosovës me BPV-në prej 51.8% është dukshëm më i ulët se në shumicën e vendeve të zhvilluara evropiane, ai përputhet me vendet e tjera të Evropës Juglindore, duke filluar nga 40.8% në Rumani në 77.79% në Kroaci.²¹

Struktura e bilancit të gjendjes, e karakterizuar kryesisht nga depozitat (82.1%) dhe kreditë (64.3%), tregon një angazhim të kufizuar të bankave në tregjet e kapitalit si investitorë dhe emetues të letrave me vlerë. Megjithatë, ajo gjithashtu vë në pah potencialin e bankave për të rritur ndjeshëm

¹⁹ Për më shumë hollësi, shihni Seksionin 6.4

²⁰ Shih Forumin Ekonomik Botëror, “Përshpejtimi i zhvillimit të tregjeve të kapitalit në zhvillim – tregjet e obligacioneve korporative”, 2015; IFC, “Krijimi i tregjeve të brendshme të kapitalit në vendet në zhvillim: Perspektiva nga pjesëmarrësit e tregut”, shënimi 77, janar 2020; BIS, “Krijimi i tregjeve të qëndrueshme të kapitalit”, Dokumentet CGFS Nr 62, Janar 2019.

²¹ Shih <https://datbank.worldbank.org/source/global-financial-development/Series/GFDD.DI.02#>, qasur më 27 shtator 2023

pjesëmarrjen e tyre dhe për të ridrejtuar asetet e klientëve të vegjël nga depozitat në produkte investuese që gjenerojnë tarifa, duke përfshirë fondet e investimeve, fondet pensionale, politikat e sigurimit të jetës dhe produktet tjera të tregut të kapitalit.

Në fund të vitit 2022, Kosova kishte 12 banka komerciale aktive, me pronësi të huaj që përbënin 84.7% të aseteve të tyre. Pesë bankat kryesore, secila me pjesëmarrje në treg që tejkalon 10%, zotëronin kolektivisht 80% të tregut. Veçanërisht, dy bankat më të mëdha i përkasin grupeve që kanë krijuar një prezencë në Evropën Juglindore (EJL) dhe zotërojnë ekspertizën e brendshme të nevojshme për të iniciuar operacionet lokale brenda tregjeve të kapitalit. Pavarësisht mungesës së pengesave rregullatore për ofrimin e produkteve të investimeve vendore dhe të huaja për banorët e Kosovës, bankat ende nuk kanë shfaqur entuziazëm në këtë fushë. Vlen të theksohet se, për shkak të mungesës së kufizimeve të kapitalit, banorët e Kosovës tashmë mund të kenë qasje në një gamë të gjerë të produkteve të investimeve globale përmes kanaleve digjitale të shpërndarjes.

Futja e rregullave nga acquis e BE-së në fushën e distribuimit të produkteve do të sjellë gjithashtu përfitime për tregun dhe do të përmirësojë mbrojtjen e investitorëve duke ofruar rregulla të qarta që do të zbatohen në distribuimin e produkteve të investimeve vendore dhe të huaja për klientët vendor, si nga ofruesit vendor të produkteve ashtu edhe ata të huaj.

Siç është përshkruar tashmë në Seksionin 1.5.1., bankat e Kosovës gjithashtu luajnë rol të rëndësishëm në tregun primar dhe sekondar të letrave me vlerë të qeverisë.

1.5.5. Fondet Pensionale

Planet e financuara të pensioneve janë investitorë të rëndësishëm institucionalë në shkallë globale, të njohur për horizontet e tyre të zgjeruara të investimeve dhe daljet e parashikueshme të aseteve, duke i lejuar ata të investojnë në mënyrë strategjike dhe të ofrojnë stabilitet në tregje, veçanërisht në kohë sfiduese. Hulumtimet sugjerojnë se sistemi i financimit të pensioneve mund të nxisë zhvillimin e tregjeve të kapitalit. Madhësia e aseteve të mbajtura nga planet e financuara të pensioneve ndikohet nga faktorët siç janë kërkesat e detyrueshme të pjesëmarrjes dhe shtrirja e mbështetjes nga sistemet pagesës në burim. Ndërsa disa vende kanë krijuar kontribute të detyrueshme (p.sh., Australia, Kili, Zvicra, Bullgaria, Kroacia), të tjerat mbështeten në planet e pensioneve vullnetare (p.sh., Shtetet e Bashkuara dhe Mbretëria e Bashkuar) ose përdorin skema dhe stimuj shtesë për të inkurajuar pjesëmarrjen e punëtorëve. Megjithatë, në tregjet më të vogla të

kapitalit, vëllimet e konsiderueshme të aseteve të fondeve pensionale, me kalimin e kohës, mund të ulin potencialisht likuiditetin, siç shihet në rastin e Kroacisë.²²

Spektori i fondeve pensionale në Kosovë ka menaxhuar mjete në vlerë prej 2.42 miliardë euro deri në fund të vitit 2022, që përfaqëson 27% të BPV-së së vendit. Kjo shifër e rëndësishme është kryesisht rezultat i akumulimit të mjeteve në fondin e detyrueshëm të kapitalizuar të FKPK-së, dhe ky sektor pritet të ketë rritje të mëtejshme pasi kontribute të reja vazhdojnë të derdhen në fonde. Krahasimi i raportit të mjeteve pensionale me BPV-në mund të jetë kompleks sepse ndikohet shumë nga sistemi specifik i pensioneve në fuqi. Kosova, e renditur e dyta në Evropën Juglindore, menjëherë pas Kroacisë (33%), e cila gjithashtu zbatoi skemat e detyrueshme të financimit të pensioneve, dallohet me një raport relativisht të lartë të mjeteve pensionale ndaj BPV-së. Përkundrazi, vendet më të zhvilluara kanë tendencë të kenë shifra më të ulëta kur sistemet e tyre mbështeten gjërësisht në skemat e pagesave në burim të administruara nga qeveria, si Franca (12.18%), Gjermania (8.19%) dhe Italia (12.64%). Anasjelltas, vendet me sisteme më të vogla të pagesës në burim zakonisht shfaqin raporte dukshëm më të larta të mjeteve pensionale ndaj BPV-së, siç janë SHBA (169.52%), MB (124.20%) dhe Holanda (191.19%).²³

Sistemi pensional në Kosovë përbëhet nga një plan financimit të detyrueshëm i njohur si FKPK, së bashku me planet plotësuese të sponsorizuara nga punëdhënësi ose ato individuale. FKPK-ja, i themeluar si institucion publik i pavarur dhe jofitimprurës nga Kuvendi i Republikës së Kosovës, filloi veprimtarinë e tij në vitin 2002 dhe që atëherë është bërë investitori më i madh institucional në Kosovë. Deri në fund të vitit 2022, investimet e brendshme të FKPK-së kufizoheshin kryesisht në letrat me vlerë të borxhit të qeverisë dhe depozitat në bankat vendore, në vlerë prej 719.5 milionë euro, që përfaqëson 29.8% të totalit të mjeteve të tij. Pjesa e mbetur e portofolit të tij është investuar në tregjet ndërkombëtare, kryesisht nëpërmjet fondeve të investimeve të menaxhuara nga institucione të njohura ndërkombëtare. Në fund të vitit 2022, FKPK mbante 49% të totalit të borxhit të brendshëm të qeverisë të emetuar në formën e letrave me vlerë. Mundësitë e kufizuara të investimit të brendshëm paraqesin një sfidë të dukshme në potencialin për rritjen e proporcionit të mjeteve të brendshme në portofolin e FKPK-së. Megjithatë, FKPK së fundi ka vendosur një

²² Shih OBZHE, "Reformat e tregut të kapitalit për rimëkëmbje dhe dinamika e përmirësuar e biznesit në Kroaci", 2021.

²³ Shih <https://databank.worldbank.org/source/global-financial-development/Series/GFDD.DI.13>, qasur më 28 shtator 2023

objektiv strategjik për rritjen e investimeve direkte, duke u larguar nga strategjia mbizotëruese e mbështetjes në menaxhuesit ndërkombëtarë të mjeteve. Kjo lëvizje synon të forcojë cilësinë e mbështetjes teknologjike dhe kapacitetet profesionale në fushën e investimeve. Po ashtu mund të sjellë dobi për zhvillimin e tregut vendor të kapitalit dhe potencialisht të shërbejë si promotor kryesor i rritjes. Megjithatë, për shkak të rëndësisë së tij parësore publike, FKPK duhet ti përmbahet politikave konservatore të investimeve. Për më tepër, edhe nëse një treg i obligacioneve korporative ose një treg i aksioneve do të zhvillohej në Kosovë, është sfiduese të parashikohet se madhësia e tyre do të mjaftonte për të përmbushur nevojat për investime të FKPK-së në të ardhmen e parashikueshme.

Neni 10 i Ligjit 04/L-101 ofron mundësinë që FKPK ose ofruesit e pensioneve suplementare të zgjedhin një menaxhues të mjeteve në Kosovë, me kusht që menaxhuesi i zgjedhur të ketë licencë për menaxhim të mjeteve. Në përgjithësi, kjo dispozitë mundëson kontraktimin e funksionit të menaxhimit të mjeteve të ofruesit të fondit pensional tek një menaxhues i jashtëm i mjeteve. Në kushte të përshtatshme, kjo mund të hapë rrugë për krijimin e një industrie të menaxhimit të mjeteve në Kosovë. Megjithatë, vlen të theksohet se arsyetimi pas vendimit të rregullatorit për të kërkuar një licencë të veçantë të përshtatur posaçërisht për fondet pensionale, në vend të shfrytëzimit të mjeteve ekzistuese të “menaxhimit të portofolit” të përshkruar në Ligjin Nr. 04/L-093, mbetet i paqartë. Në kontrast me këtë qasje, menaxhuesit ndërkombëtarë të mjeteve të përzgjedhur nga fondet pensionale nga Kosova mund të jenë shoqërie investuese që ofrojnë shërbime të menaxhimit të portofolit për çdo kategori tjetër klientësh.

Në tregun e pensioneve suplementare, i cili përfaqëson shtyllën e tretë, aktualisht kemi vetëm lojtar të vetmuar, përkatësisht Fondin Slloveno-Kosovar i Pensioneve (FSKP). FSKP ofron dy fonde me një vlerë totale të mjeteve prej 8.6 milionë euro në fund të vitit 2022. Përafërsisht 19% e këtyre mjeteve janë të investuara në tregun e brendshëm, kryesisht në letra me vlerë të qeverisë, ndërsa 81% janë investuar në tregjet e huaja. Ngjashëm me FKPK-në, investimet e huaja kryesisht realizohen përmes fondeve investuese të ofruara nga menaxhuesit kryesorë të mjeteve globale. Të dy fondet hyjnë në kategorinë e “fondeve plotësuese pensionale individuale”. Informacioni i siguruar nga FSKP tregon se FSKP kishte licencë për menaxhimin e mjeteve nga viti 2007 deri në vitin 2020, në të cilën pikë ia kishte thyer licencën BQK-së për shkak të kërkesave të konsiderueshme për kapital (4 milionë euro) në krahasim me mjetet e saj nën menaxhim.

1.5.6. Kompanitë e Sigurimit

Kompanitë e sigurimit zakonisht kanë rol të rëndësishëm në tregjet e kapitalit për shkak të natyrës afatgjatë të pasiveve të tyre. Krahas fondeve pensionale, ato kanë potencial për të stabilizuar paqëndrueshmërinë e tregut në kohë stresi dhe për të promovuar standarde më të larta të qeverisjes korporative.

Industria e sigurimeve ndahet në mënyrë konvencionale në dy kategori kryesore: sigurimet e jetës dhe jo-jetës. Tradicionalisht, është segmenti i sigurimit të jetës që shquhet me horizontin më të gjatë të investimit dhe kapacitet më të madh për investime më të rrezikshme. Megjithatë, gjatë dy dekadave të fundit, të ndikuar nga kërkesat e rrepta për kapital dhe normat historikisht të ulëta të interesit, kompanitë e sigurimeve janë përballur me sfida në rritje në shitjen e policave tradicionale të sigurimit të jetës që vijnë me garanci kapitali të integruar. Rrjedhimisht, ato janë zhvendosur drejt politikave të lidhura me indeksin dhe njësisë, ku të siguruarit mbajnë rrezikun e investimit. Kërkesat e shtuara për kapital, të cilat ndikojnë në prirjen e kompanive të sigurimit për të investuar në aksione, janë evidente në Bashkimin Evropian nëpërmjet paketës rregullatore të Solvency II.²⁴ Në fund të vitit 2021, firmat evropiane të sigurimeve investojnë rreth 1.4 trilion euro në aksione, duke përjashtuar investimet në subjektet e ndërlidhura, të cilat përbëjnë rreth 16% të totalit të investimeve të tyre në fund të vitit 2021. Megjithatë, kur përjashtohen produktet e sigurimit të lidhura me njësi dhe indeks, investimet e kapitalit përbëjnë vetëm 7% deri në 8% të portofolit. Ekspozimi i reduktuar ndaj aksioneve është njohur si një nga kufizimet e Solvency II dhe debatet po vazhdojnë në lidhje me potencialin që kompanitë e sigurimit të japin kontribute më të konsiderueshme në ekonominë reale nëpërmjet investimeve të kapitalit. Në funksion të kësaj, Komisioni Evropian ka iniciuar së fundmi një propozim legjislativ që synon heqjen e “barrierave të pajustificuara” për kompanitë e sigurimeve për të investuar në aksione.²⁵

Kapaciteti dhe prirja e kompanive vendore të sigurimeve për të investuar në tregjet lokale të kapitalit janë gjithashtu të kushtëzuara nga karakteristikat e tregut dhe strukturat e pronësisë. Në

²⁴ Direktiva 2009/138/EC për ushtrimin dhe ndjekjen e biznesit të sigurimeve dhe risigurimeve (Solvency II)

²⁵ Shih Parlamentin Evropian, Departamenti i Politikave për Politikat Ekonomike, Shkencore dhe të Cilësisë së Jetës, “Solvency II – Trajtimi i kujdesshëm i ekspozimeve të kapitalit”, shtator 2022, në dispozicion në [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), qasur më 28 shtator 2023

tregjet më të vogla, ku lejohet me rregullore, grupet e sigurimeve shpesh zgjedhin ti transferojnë, formalisht ose joformalisht, funksionet e tyre të investimit tek kompanitë e tyre amë.

Kur kornizat rregullatore vendore e mundësojnë këtë, kompanitë e sigurimit mund të shërbejnë si një kanal shpërndarjeje për produkte të ndryshme financiare, qoftë drejtpërdrejt duke ofruar fonde pensionale dhe të investimeve, ose në mënyrë indirekte nëpërmjet produkteve të sigurimit të lidhura me indeks ose njësi.

Deri në fund të vitit 2022, totali i mjeteve të mbajtura nga kompanitë e sigurimeve në Kosovë arriti në 269.7 milionë euro. Kur merret parasysh roli i mundshëm i sektorit të sigurimeve si një investitor thelbësor institucional, dallimi ndërmjet sigurimit të jetës dhe jo-jetës bëhet faktor vendimtar. Në Kosovë, ky bilanc anon dukshëm drejt sigurimit të jo-jetës, duke arritur në masën substanciale prej 91.6% të totalit të mjeteve në sektor në fund të vitit 2022. Duke pasur parasysh natyrën e detyrimeve të tyre, kompanitë e sigurimeve të jo-jetës kanë tendencë të përdorin një horizont më të shkurtër investimi, duke çuar në strategji investimi më konservatore. Përkundrazi, kompanitë e sigurimit të jetës zakonisht shfaqin një horizont më të gjatë investimi dhe një dëshirë më të madhe për asete më të rrezikshme. Depozitat në bankat e nivelit të dytë përbënin një masë të konsiderueshme prej 46.8% të totalit të aseteve në sektorin e sigurimeve në fund të vitit 2022, ndërsa investimet në letra me vlerë përbënin 16.9%, ekuivalente me 45.6 milionë euro.

Në fund të vitit 2022, në Kosovë operonin 12 kompani të licencuara të sigurimeve. Prej tyre, dhjetë të specializuara në sigurimet e jo-jetës, duke mbajtur në total mjete prej 246.96 milionë euro, ndërsa dy kompanitë e sigurimit të jetës raportuan një vlerë totale të mjeteve prej 22.74 milionë euro. Në vitin 2022, raporti i gjithsej mjeteve të mbajtura nga kompanitë e sigurimeve ndaj BPV-së në Kosovë arriti në 3.01%. Ky raport ngelet dukshëm prapa atij të ekonomive të mëdha dhe të zhvilluara evropiane si Franca (132.04%) ose Gjermania (67.87%). Megjithatë, ai përputhet me shifrat e vërejtura në vendet fqinje si Shqipëria (2.40%) dhe Maqedonia e Veriut (3.87%). Në kontekstin më të gjerë të vendeve të EJT-së, këto raporte shtrihen nga 2.17% në Rumani në 17.2% në Slloveni.²⁶

Bankat në Kosovë mund të marrin rolin e ndërmjetësuesve të sigurimeve, me kusht që atyre t'u lëshohet një licencë nga BQK për veprimtari të tilla. Me futjen në përdorim të produkteve të

²⁶ Shih <https://databank.worldbank.org/source/global-financial-development/Series/GFDD.DI.11#>, qasur më 28 shtator 2023; të dhënat për vitin 2020; të dhënat për Kosovën për vitin 2022 të nxjerra nga publikimet e BQK-së.

sigurimit të jetës që lidhen me “sipërmarrjet e investimeve kolektive” në pikën 3 të nenit 8 të ligjit për sigurimet, kompanitë vendore të administrimit të fondeve të investimeve, nëse do të krijohen, mund të lidhin marrëveshje me shoqëritë e sigurimit për të strukturuar produkte të tilla.

1.5.7. Korporatat

Korporatat qëndrojnë si përfituesit kryesorë të tregjeve të kapitalit, pavarësisht nëse synojnë të emetojnë letra me vlerë të aksioneve apo letra me vlerë të borxhit.

Tregjet e aksioneve kryesisht i shërbejnë qëllimit jetik për t’u ofruar kompanive qasje në kapitalin afatgjatë thelbësor për financimin e projekteve të tyre, qoftë nëpërmjet ofertave publike fillestare (OPF) ose ofertave publike të mëvonshme dytësore. Përtej mundësisë të qasjes në kapital afatgjatë, tregjet e kapitalit lehtësojnë edhe bartjen e pronësisë. Vitaliteti i tregjeve parësore mbështetet në praninë e një tregu sekondar aktiv, ku zhvillohet procesi i zbulimit dhe formimit të çmimeve, krahas sigurimit të likuiditetit. Është e njohur gjerësisht se një treg i cekët i karakterizuar nga një lëvizje e kufizuar e lirë²⁷, emetime të rralla dhe me shumicën e investitorëve të angazhuar sipas strategjisë blej dhe mbajë nuk ka gjasa të shfaqet si burim thelbësor i financimit për sektorin privat. Për më tepër, është thelbësore të nënvizohet se shitja e instrumenteve përfaqëson opsionin e vetëm të daljes në dispozicion të investitorëve të aksioneve. Prandaj, likuiditeti ka rëndësi të madhe në çdo iniciativë që synon zhvillimin e një tregu të kapitalit.²⁸ Të dhënat ndërkombëtare nënvizojnë se numri i kompanive të gatshme dhe të afta të listojnë aksionet e tyre në tregjet publike është relativisht i ulët dhe kryesisht i përbërë nga korporata më të mëdha. Kjo i atribuohet kryesisht kostove të larta të regjistrimit dhe kërkesave të vazhdueshme të transparencës, përveç rezervave të pronarëve dhe menaxherëve të kompanive në lidhje me ekspozimin e aktiviteteve të tyre afariste ndaj presioneve të aksionarëve, shqyrtimit publik dhe rreziqeve të blerjes.²⁹

Për më tepër, kur aksionet janë të listuara në tregje të rregulluara, aksionarëve të vegjël u ofrohet mbrojtje nëpërmjet rregullave që rregullojnë ofertat e detyrueshme dhe vullnetare të blerjes.³⁰ Vlen

²⁷ Aksion i disponueshëm për tregtim është një term që përdoret për të përshkruar numrin e aksioneve që janë në dispozicion të publikut për tregtim në tregun sekondar.

²⁸ Shih IOSCO “Faktorët që ndikojnë në likuiditetin në tregjet në zhvillim”, dhjetor 2007.

²⁹ Shih Banka Botërore, “Zhvillimi i tregjeve të kapitalit – Shkaqet, efektet dhe sekuenca – Një përmbledhje e literaturës”, 2019.

³⁰ Direktiva 2004/25/EC për ofertat e blerjes Keni parasysh se kjo Direktivë prezanton rregulla specifike për heqjen dhe shitjen që ndërlihet me ofertat e blerjes. Shtetet anëtare mund të vazhdojnë të zbatojnë rregullat nacionale për procedurat e heqjes dhe shitjes në rrethana të tjera.

gjithashtu të theksohet se rregulloret që ndalojnë abuzimin e tregut, të cilat përfshijnë aktivitetet siç janë manipulimi i tregut dhe tregtimi i brendshëm, janë të zbatueshme për instrumentet financiare që tregtohen në tregje të rregulluara ose lloje të tjera të vendeve të tregtimit.³¹ Abuzimi i tregut konsiderohet vepër penale brenda BE-së, duke i detyruar vendet anëtare të harmonizojnë legjislacionin e tyre të sanksioneve penale me udhëzimet e BE-së.³² Është e rëndësishme të theksohet se rregulloret për abuzimin e tregut zbatohen jo vetëm për aksionet, por edhe për tregtimin e çdo lloj instrumenti financiar.

Në situatën aktuale në Kosovë, nuk ka treg të kapitalit publik në funksion dhe mungon korniza ligjore dhe rregullatore për licencimin dhe funksionimin e një burse. Rrjedhimisht, nuk ka rregulla në fuqi në lidhje me përvetësimin apo parandalimin e abuzimit të tregut, të cilat duhet të adresohen gjatë krijimit të një burse.

Literatura vë në pah potencialin e tregjeve të obligacioneve korporative në rritjen e qëndrueshmërisë ekonomik ndaj goditjeve kredive bankare pasi ato u ofrojnë kompanive një burim alternativ të financimit që është më pak i ndikuar nga ciklet ekonomike dhe kreditore në krahasim me kredinë bankare.³³ Në mënyrë tipike, tregjet e obligacioneve korporative zhvillohen pasi tregu i obligacioneve qeveritare ka arritur një nivel të caktuar zhvillimi.³⁴ Në nivel global, tregjet e obligacioneve korporative, kur përfshijnë korporatat financiare, janë shpesh më të mëdha se tregjet e letrave me vlerë të qeverisë në shumë ekonomi të avancuara dhe të krahasueshme në madhësi me tregjet e letrave me vlerë të qeverisë në ekonomi të ndryshme në zhvillim. Në këto tregje, letrat me vlerë të borxhit korporativ në qarkullim shpesh përfaqësojnë një përqindje të konsiderueshme të BPV-së.

Megjithatë, brenda BE-së, kompanitë kanë tendencë të mbështeten shumë në kreditë bankare ndërkaq tregjet e obligacionet korporative nuk janë zhvilluar plotësisht. Kjo i atribuohet konkurrencës së bankave në modelin bankar universal. Kur krahasohen me kreditë bankare, obligacionet korporative zakonisht ofrojnë kapital për afate më të gjata dhe kërkojnë më pak kolateral. Nga perspektiva negative, emetimi i obligacioneve korporative është shpesh një proces

³¹ Për shembull, MAR në BE

³² Shih CSMAD

³³ Shih Gambacorta, L., Yang, J. dhe Tsatsaronis, K., “Struktura financiare dhe rritja”, Rishikimi tremujor i BIS, mars 2014

³⁴ Shih Banka Botërore, “Zhvillimi i tregjeve të kapitalit – Shkaqet, efektet dhe sekuenca – Një përmbledhje e literaturës”, 2019.

kompleks dhe i kushtueshëm që kërkon standarde të larta të qeverisjes korporative dhe transparencë, gjë që mund të jetë më sfiduese për kompanitë më të vogla. Si rezultat, zhvillimi i tregut të obligacioneve korporative rezulton të jetë një përpjekje afatgjate dhe e shumanshme, që varet nga faktorë të ndryshëm. Parakushtet për sukses përfshijnë mjedis të qëndrueshëm politik dhe makroekonomik me norma të ulëta interesi të obligacioneve sovrane, sistem ligjor dhe gjyqësor efikas dhe të parashikueshëm, kornizë të fuqishme të kontrollit dhe mbikëqyrjes, bazë mjaft të madhe të emetuesve dhe investitorëve dhe rregullore të favorshme tatimore.³⁵

Kërkesa e mundshme për obligacione korporative në Kosovë mund të lindë nga bankat, FKPK-ja, kompanitë e sigurimeve, fondet potenciale të investimeve, investitorët e diasporës dhe individët me vlerë të lartë neto. Kompanitë më të mëdha që aktualisht marrin hua nga bankat, MF-të dhe vetë bankat, janë identifikuar si emetues të mundshëm të obligacioneve korporative. Zhvillimi i tregut të obligacioneve korporative të Kosovës mund të lehtësohet më tej përmes faktorëve siç janë indeksi i borxhit sovran për Kosovën, likuiditeti i përmirësuar në linjën e interesit sovran, korniza e fuqishme për falimentim dhe të dhënat gjithëpërfshirëse dhe të besueshme të shpalosura nga emetuesit e obligacione korporative.³⁶

Tregjet private kryesisht merren me investime në instrumente të palistuara dhe kapitali privat shërben si burim i vlefshëm i financimit për bizneset kur burimet tradicionale të financimit siç janë bursa dhe kreditë bankare nuk janë të përshtatshme. Strategjitë kryesore në kapitalin privat përcaktohen nga faza e zhvillimit të një kompanie dhe përfshijnë kapitalin sipërmarrës, kapitalin e rritjes, blerjet përmes shfrytëzimit të borxhit dhe kapitalin e rikthimit. Në mënyrë të ngjashme, borxhi privat luan rol kritik në financimin korporativ dhe të aseteve kur huadhënësit tradicionalë nuk janë të disponueshëm. Ai përfshin kreditimin e siguruar, borxhin e varur dhe *mezanine*, dhe borxhin e keq.³⁷ Rritja e kapitalit privat është nxitur nga rregulloret e rrepta bankare, duke e bërë më sfiduese për bankat financimin e NVM-ve, veçanërisht ato me asete jo-materiale ose fitime negative në fazat e tyre të hershme.³⁸ Hulumtimet mbështesin pikëpamjen se kompanitë e

³⁵ Shih IOSCO, “Zhvillimi i tregjeve të obligacioneve korporative në tregjet në zhvillim”, FR10/11, nëntor 2011; IOSCO, “Zhvillimi i tregjeve të kapitalit në zhvillim: Mundësitë, Sfidat dhe Zgjidhjet”, FR09/2020, tetor 2020.

³⁶ Edhe pse korniza për shpalosje dhe auditim korporativ është në përputhje në masë të gjerë me *acquis* të Bashkimit, pjesëmarrësit e tregut deklarojnë se cilësia dhe qasja në të dhënat e publikuara nga kompanitë përmes KKRF-së mund të përmirësohet.

³⁷ Shih Demaria, C., “Njohja me kapitalin privat, borxhin dhe asetet e paluajtshme”, John Wiley and Sons, Botimi i 3-të, 2020.

³⁸ Shih OBZHE, “Reformat e tregut të kapitalit për rimëkëmbje dhe dinamika e përmirësuar e biznesit në Kroaci”, 2021.

mbështetura nga kapitali sipërmarrës kanë tendencë të rriten më shpejt, të shfaqin më shumë inovacione dhe të krijojnë më shumë vende pune sesa kompanitë tradicionale.

Ndërsa transaksionet e drejtpërdrejta nuk janë të rralla, investimet e kapitalit privat kanalizohen kryesisht përmes fondeve të kapitalit privat.³⁹ Kosovës aktualisht i mungon një kornizë rregullatore për fondet e investimeve, por fondet e huaja mund të kenë qasje të lirshme në tregun vendor për të kërkuar mundësi investimi. Shumë vende kanë krijuar mekanizma të veçantë për të lehtësuar qasjen e NVM-ve në tregjet private, siç janë tregjet me alokim privat, segmentet specifike të NVM-ve në shkëmbimet me kërkesa më pak të rrepta, shndërrimin e instrumenteve të borxhit të NVM-ve në tituj sigurie për të krijuar grupe të larmishme investimesh tërheqëse për investitorët institucionalë dhe sistemet alternative të vlerësimit kreditor.

1.5.8. Fondet e Investimeve

Fondet e investimeve nuk përfshihen në Tabelën 5 sepse aktualisht nuk ekzistojnë në Kosovë. Megjithatë, rëndësia e tyre në kontekstin e tregjeve globale të kapitalit përshkruhet këtu.

Fondet e investimeve janë produkte financiare të projektuar për të bashkuar kapitalin e investitorëve dhe për të investuar kolektivisht atë kapital në asete të ndryshme. Ndërsa shumica e fondeve të investimeve globalisht fokusohen në instrumente financiare siç janë aksionet, obligacionet dhe letrat tjera me vlerë, strategjitë e tyre të investimit mund të ndryshojnë ndjeshëm, duke përfshirë një gamë të gjerë klasash të asetëve siç janë aksionet e kompanive private, pasuritë e paluajtshme, mallrat, kreditë private, borxhet e këqija, apo edhe investimet alternative si arti i bukur dhe vera.

Fondet e investimeve luajnë rol kryesor në lehtësimin e akumulimit të kursimeve personale dhe drejtimin e këtyre kursimeve në kompani dhe projekte që kontribuojnë në rritjen ekonomike dhe krijimin e vendeve të punës. Ato janë gjithashtu një opsion tërheqës investimi për investitorë të tjerë institucionalë, të cilëve mund t'u mungojë ekspertiza e brendshme për menaxhimin e mjeteve të tyre ose që kërkojnë të investojnë në zona të specializuara të tregut.

³⁹ Shih Demaria, C., “Njohja me kapitalin privat, borxhin dhe asetet e paluajtshme”, John Wiley and Sons, Botimi i 3^ë, 2020, dhe Hisrich, RD et al., “Fondet e kapitalit sipërmarrës në vendet në tranzicion: Përpektivat nga Bosnja dhe Hercegovina dhe Maqedonia”, Journal of Small Business and Enterprise Development, vëll. 23/2, maj 2016.

Një tipar kyç i shumicës së fondeve të investimeve që investojnë në letrat me vlerë publike është ofrimi i likuiditetit ditor për investitorët. Megjithatë, ky likuiditet ditor mund të sfidohet gjatë periudhave të goditjeve të jashtme,⁴⁰ siç ishin kriza financiare globale e vitit 2008 dhe pandemia COVID-19. Në raste të tilla, fondet e investimeve mund të përjetojnë “panik financiar” ndërsa investitorët kërkojnë të paguajnë investimet e tyre dhe kjo mund të përkeqësojë rëniet e tregut, edhe pse fondet e investimeve nuk kanë detyrime fikse si bankat ose kompanitë e sigurimit. Për më tepër, fondet e investimeve mund të kontribuojnë në krijimin e fluskave të tregut kur ato bëhen mjete për kanalizimin e optimizmit të tepruar nga investitorët e vegjël. Rreziqet e pro-ciklitetit janë veçanërisht të theksuara në tregjet më të vogla ku fondet e investimeve kanë tejkuluar likuiditetin e tregut. Nga ana tjetër, këto karakteristika të fondeve të investimeve kontribuojnë ndjeshëm në diversitetin e bazës së investitorëve institucionalë dhe likuiditetin e tregut.

Fondet e investimeve janë mjete investimi shumë të njohura në ekonomitë e zhvilluara me tregje të fuqishme kapitali. Për shembull, në SHBA, raporti i asetëve të fondeve të përbashkëta ndaj BPV-së ka arritur në 140.16%, 96.43% në Francë, ndërsa 74.96% në Gjermani. Përkundrazi, në juridiksionet me tregje kapitali më pak të zhvilluar dhe zakone kursimi më të theksuara ndaj rrezikut, këto raporte janë dukshëm më të ulëta. Në Ejl, ato ndryshojnë nga 0.94% në Serbi në 6.1% në Kroaci dhe 7.3% në Slloveni.

Brenda kornizës rregullatore të BE-së, fondet e investimeve kategorizohen kryesisht në dy lloje kryesore: UCITS dhe Fondet e Investimeve Alternative (FIA). Direktiva e Bashkimit Evropian UCITS përshkruan një grup të plotë rregullash që rregullojnë autorizimin e fondeve dhe kompanitë e menaxhimit të fondeve, detyrimet e depozitarit, kushtet e funksionimit të kompanive të administrimit të fondeve, investimet e fondeve, e kështu me radhë. Nga ana tjetër, MFIA rregullon kryesisht kompanitë e mëdha të administrimit të fondeve të investimeve alternative, duke vendosur kërkesa specifike organizative dhe transparente me fokus në rreziqet sistematike dhe stabilitetin financiar. Vetë FIA-të nuk janë të rregulluara drejtpërdrejt në nivel të BE-së dhe i takon secilit vend anëtar të hartojë rregulloret e veta për këto fonde. FIA-të mund të përfshijnë një spektër të gjerë, duke filluar nga fondet që investojnë në kompani të tregtuara publikisht (të ngjashme me UCITS) deri te fondet me strategji të ndryshme investimi dhe që synojnë klasat ekzotike të asetëve.

⁴⁰ Shih Garcia Pascual, A., Singh, R. dhe Surti, J., “Fondet e Investimeve dhe Stabiliteti Financiar”, Fondi Monetar Ndërkombëtar, Konsideratat e Politikave, DP/2021/018, 2021.

Fondet e kapitalit privat zakonisht ndjekin një strukturë të përbashkët në të cilën menaxherët profesionistë të investimeve mbledhin kapital nga investitorët dhe i shpërndajnë këto fonde përmes një instrumenti të fondit me jetëgjatësi të caktuar, zakonisht rreth dhjetë vite. Marrëveshja ligjore që rregullon marrëdhëniet ndërmjet investitorëve dhe menaxhuesve të fondeve është zakonisht një marrëveshje e ortakërisë së kufizuar, megjithëse mund të përdoren struktura të tjera ligjore. Kushtet e marrëveshjes përcaktojnë raportin ndërmjet fondit dhe kompanive të portofolit. Kjo ndarje mes funksioneve të sipërmarrjes, menaxhimit të investimeve dhe funksioneve të financimit është krijuar për të rritur sasinë e disponueshme për investime dhe për të përmirësuar gjasat për të arritur kthime financiare. Fondet kanë jetëgjatësi të përcaktuar, kështu që menaxherët profesionistë duhet të sigurojnë se mund të dalin nga kompanitë e portofolit para skadimit të fondit. Strategjitë e zakonshme të daljes përfshijnë shitjet tregtare për investitorët strategjikë, shitjet në fonde të tjera dhe ofertat publike fillestare (OPF-të). Vendet ku dalja nga fondi është sfiduese për shkak të strukturës ekonomike, mungesës së fondeve të specializuara ose arsyeve të tjera, përgjithësisht konsiderohen më pak të dëshirueshme për investimet e kapitalit privat.⁴¹

Në rajonin e EQL-së, të dhënat nga shoqata e industrisë “Invest Europe” tregojnë se të gjitha fondet e kapitalit privat kanë mbledhur 1.62 miliardë euro në vitin 2022. Pjesëmarrja e EQL-së në mbledhjen totale të fondeve evropiane ishte 0.9%. Burimi kryesor i fondeve në vitin 2022 ishin investitorët evropianë jashtë rajonit të EQL-së, që përbënin 48% të totalit të kapitalit të mbledhur, të pasuar nga agjencitë qeveritare dhe organizatat shumëpalëshe, që përfaqësojnë 33% të të gjithë kapitalit të mbledhur. Investimet në rajonin e EQL-së arritën në 2.77 miliardë euro në vitin 2022. Nga ky total, 1.2 miliardë euro u investuan në 76 kompani në fazën e rritjes, 821 milionë euro në 451 kompani në fazën e sipërmarrjes dhe 688 milionë euro në 64 kompani të përfshira në transaksione të blerjes. Vlera të dukshme të investimit u regjistruan në vende si Republika Çeke, Estonia, Polonia dhe Kroacia. Investimet e kapitalit privat në EQL përfaqësonin 0,131% të BPV-së në 2022, krahasuar me 0,638% në Evropë në përgjithësi.⁴²

Në shumë vende, ku bankat universale dominojnë tregun financiar, bankat janë kanali dominues i shpërndarjes për fondet e investimeve. Në disa vende, këshilltarët e pavarur financiarë luajnë

⁴¹ Shih Demaria, C., “Njohja me kapitalin privat, borxhin dhe asetet e paluajtshme”, John Wiley and Sons, Botimi i 3-të, 2020.

⁴² Shih Invest Europe, “Statistikat e kapitalit privat të Evropës Qendrore dhe Lindore 2022”, qershor 2023

gjithashtu rol të rëndësishëm. Në Evropë, tregu dominohet nga produktet e brendshme të ofruara nga grupet bankare për klientët e tyre.

Në Kosovë nuk ka asnjë fond të investimeve të regjistruar për shkak të mungesës së kornizës rregullatore dhe institucionet financiare vendore nuk shpërndajnë aktivisht fonde të huaja për klientët e tyre.

2. OBJEKTIVAT

2.1. Objektivi i Politikës

Qëllimi i politikës të kornizës së propozuar rregullatore për tregjet e kapitalit në Kosovë është të rrisë qasjen në financimin e tregut të kapitalit për bizneset në Kosovë. Duke krijuar një treg të rregulluar mirë dhe funksional të kapitalit, bizneset do të kenë qasje në burime shtesë të financimit përtej financimeve tradicionale bankare. Kjo do të sjellë konkurrencë në peizazhin e financimit dhe do t'u sigurojë bizneseve mënyra alternative për të mbledhur kapital. Për më tepër, tregjet e kapitalit kanë potencial për të ofruar opsione financimi afatgjatë për projektet që shpesh konsiderohen se nuk kualifikohen për kredi bankare për shkak të natyrës së tyre më të rrezikshme ose më novatore. Zhvillimi i tregut të kapitalit do të kontribuojë në zhvillimin ekonomik të vendit duke u ofruar bizneseve mjetet për qasje në kapital afatgjatë me rrezik, duke mundësuar përfundimisht rritjen dhe mundësitë e punësimit.

Këto përpjekje përputhen me objektivat më të gjera të zhvillimit ekonomik të Kosovës siç janë përshkruar në projekt Strategjinë Kombëtare për Zhvillim 2030 dhe Strategjinë Kombëtare për Zhvillimit 2016-2021. Strategjia theksoi nevojën për të krijuar industri konkurruese dhe vuri në pah rëndësinë e financimit për arritjen e këtij objektivi.⁴³ Duke ndihmuar në financimin e tregut të kapitalit, Kosova mund të promovojë inovacionin, konkurrencën dhe rritjen ekonomike.

Në përgjithësi, korniza rregullatore e propozuar për tregjet e kapitalit në Kosovë është një hap i rëndësishëm drejt arritjes së këtyre objektivave të zhvillimit ekonomik dhe promovimit të një ekosistemi financiar më të larmishëm dhe më të qëndrueshëm në vend.

2.2. Objektivi Strategjik

Objektivi strategjik i përcaktuar në këtë Koncept Dokument është krijimi i një kornize rregullatore gjithëpërfshirëse dhe mbështetëse për tregjet e kapitalit dhe të harmonizuar me BE-në.

⁴³ Shih Republika e Kosovës, "Strategjia Kombëtare për Zhvillim 2016-2021", f. 30.

Kosova ka bërë hapin e parë në zhvillimin e tregjeve të kapitalit përmes përcaktimit të kornizës rregullatore për zhvillimin e tregut të obligacioneve të qeverisë. Megjithatë, dihet se kjo kornizë fillestar për obligacionet e qeverisë është vetëm fillimi. Për të realizuar plotësisht potencialin e tregjeve të kapitalit në Kosovë, është e nevojshme të krijohet një kornizë rregullatore më gjithëpërfshirëse që mbulon një gamë më të gjerë të instrumenteve dhe aktiviteteve financiare. Kjo kornizë më e gjerë do të mundësojë zgjerimin në obligacione korporative dhe produkte të tjera financiare në përputhje me standardet ndërkombëtare. Kjo qasje shfrytëzon praktikën më të mirë duke iu përshtatur gjendjes aktuale të zhvillimit të sistemit financiar të Kosovës. Ajo do të krijojë një mjedis të njohur për pjesëmarrësit e tregut ndërkombëtar, duke promovuar transparencën, besimin e investitorëve dhe duke lehtësuar investimet në tregjet e kapitalit të Kosovës. Përfundimisht, zhvillimi i një kornize rregullatore gjithëpërfshirëse dhe të harmonizuar me BE-në për tregjet e kapitalit do të luajë rol vendimtar në zhvillimin ekonomik të Kosovës duke u ofruar bizneseve qasje më të madhe në financim, investitorëve më shumë mundësi dhe duke kontribuar në stabilitetin dhe rritjen e përgjithshme financiare të vendit.

Tabela 6: Objektivat

Lloji i objektivit	Origjina
Objektivi i politikës Rritja e qasjes në financimin e tregjeve të kapitalit për bizneset në Kosovë	Strategjia Kombëtare për Zhvillim 2030
Objektivi strategjik Krijimi i një kornize rregullatore gjithëpërfshirëse, mbështetëse dhe të harmonizuar me BE-në për tregjet e kapitalit	
Objektivat specifike 1) Miratimi i ndryshimeve në rregullativën aktuale për të mundësuar shfaqjen e tregut të obligacioneve korporative 2) Miratimi i një ligji për tregun e kapitalit që do të krijojë kornizën e nevojshme për zhvillimin e tregjeve të kapitalit, ofrimin e shërbimeve dhe mbrojtjen e pjesëmarrësve në treg	

<p>3) Miratimi i një ligji për fondet e investimeve që do të mundësojë krijimin e fondeve të investimeve që investojnë në tregjet e letrave me vlerë dhe në tregjet private.</p>	
--	--

2.3. Objektivat e Veçanta

2.3.1. Shfaqja e Tregut të Obligacioneve Korporative

Siç theksohet në seksionin 1.3.1., korniza e përgjithshme ekzistuese e zbatueshme për letrat me vlerë nuk është përshtatur me kërkesat e tregjeve moderne të kapitalit. Prandaj sugjerohet krijimi i një mjedisi më mbështetës, veçanërisht kur bëhet fjalë për rregullat e zbatueshme për emetimin, regjistrimin dhe transferimin e letrave me vlerë të korporatave. Do të bëhet e detyrueshme që të gjitha letrat me vlerë të tregtuara në tregjet e kapitalit ose të parasë të përfshihen në një CSD dhe SSS. Rregullat që lidhen me mbajtjen e llogarive të letrave me vlerë nga ndërmjetësit dhe rregullat që lidhen me raste specifike të transferit siç janë marrëveshjet për riblerje dhe huadhëniet e letrave me vlerë janë gjithashtu të nevojshme. Këto rregulla mund të përfshihen në Ligjin për Tregjet e Kapitalit si përjashtime nga rregullat që aktualisht janë në fuqi në Ligjin Nr. 04/L-077 dhe Ligjin Nr. 06/L-016. Gjithashtu sugjerohet ndryshimi i Ligjit 06/L-016 për të përfshirë instrumentet e borxhit afatshkurtër dhe përkufizimin e obligacioneve dhe letrave komerciale. Ndryshimet duhet të përfshijnë gjithashtu rregullat bazë për procesin e vendimmarrjes në lidhje me mbajtësit e obligacioneve (p.sh., përfaqësimi i mbajtësve të obligacioneve, kuvendi i mbajtësve të obligacioneve). Këto dispozita janë të rëndësishme për të garantuar sigurinë ligjore për investitorët, veçanërisht në rastin e dështimit të një emetuesi. Zbatimi i këtyre ndryshimeve do të krijonte parakushtet e nevojshme për emetimin e letrave me vlerë të borxhit korporativ dhe eventualisht të instrumenteve të tjera të borxhit korporativ. Për momentin, bizneset nuk mund të emetojnë obligacione në praktikë për shkak të niveleve jashtëzakonisht të larta të pasigurisë. Së bashku me objektivat e tjera specifike të renditura më poshtë, përmbushja e këtij objektivi specifik do të çojë në shfaqjen e një tregu të borxhit korporativ në Kosovë.

Në të ardhmen, është gjithashtu e mundur të parashikohet që Fondi Kosovar për Garanci Kreditore të lëshojë garanci për obligacionet korporative, ose që bankat ti bashkojnë kreditë e tyre të

garantuara në një instrument për shndërrimin e borxhit në tituj sigurie që do të emetojë obligacione të mbuluara nga rrjedhja e parasë në ato kredi të garantuara.

2.3.2. Korniza e Tregjeve të Kapitalit

Korniza legislative që ka të bëjë me tregjet e kapitalit në Kosovë duhet të përfshijë disa aspekte kyçe. Këto përfshijnë rregullimin e instrumenteve financiare dhe ndërmjetësuesve të tregut, mbikëqyrjen e emetimit të letrave me vlerë nëpërmjet ofertave publike dhe kërkesën për publikimin e prospektit, detyrimet e transparencës që zbatohen për emetuesit, letrat me vlerë të cilëve janë të listuara në një treg të rregulluar, rregullat për të parandaluar abuzimin e tregut, krijimin e një skeme të kompensimit të investitorëve dhe legjislacione të ndryshme të ndërlidhura me infrastrukturën në lidhje me depozitarit qendrorë të letrave me vlerë, procedurat e shlyerjes dhe marrëveshjet e kolateralit financiar. Duke miratuar një qasje të tillë gjithëpërfshirëse, Kosova mund të adresojë mangësitë e identifikuara rregullatore dhe të hapë rrugë për zhvillimin e tregut të saj të kapitalit.

Rregullimi i instrumenteve financiare dhe ndërmjetësuesve të tregut brenda Kosovës duhet të bazohet në parimet e përshkruara në MiFID II. Kjo kornizë duhet, së paku, të caktojë autoritetin rregullator kompetent përgjegjës për mbikëqyrjen e tregjeve të kapitalit, të përcaktojë sanksionet për mospërputhje, të vendosë kritere dhe kushte të qarta për autorizimin dhe qeverisjen e kompanive të investimeve, ofrimin e shërbimeve apo aktiviteteve të investimeve nga subjektet e huaja, dhe funksionimin e tregjeve të rregulluara. Për më tepër, ajo duhet të përfshijë lista shteruese të shërbimeve investuese, aktiviteteve dhe instrumenteve financiare, pasi këto lista luajnë një rol kyç në përcaktimin e fushëveprimit legjislativ. Përveç kësaj, është e domosdoshme të sigurohet një rregullim i qëndrueshëm në lidhje me ofrimin e shërbimeve dhe aktiviteteve të investimeve nga bankat e autorizuara sipas ligjeve bankare.

Aktualisht, disa aspekte të MiFID II duken të tepërta në kontekstin e tregut të kapitalit të Kosovës. Në mënyrë të veçantë, dy tituj mund të kërkojnë rishqyrtim: (1) kufijtë e pozicionit dhe kontrollet e menaxhimit të pozicionit në derivativëve e mallrave, dhe (2) shërbimet e raportimit të të dhënave.

Paralelisht me miratimin e një ligji që rregullon veprimtarinë e kompanive të investimeve, rekomandohet ndryshimi i Ligjit Nr. 04/L-093 për të përjashtuar aktivitetet e tregut të kapitalit nga kompetenca e Institucioneve Financiare Jobankare (IFJB). Ky rregullim do të krijonte në mënyrë

efektive një kategori të re të pjesëmarrësve të tregut – shoqëritë e investimeve - të specializuara për tregjet e kapitalit, duke e përafuar kornizën rregullatore të Kosovës me standardet e BE-së.

Rregullorja në lidhje me ndërmjetësuesit e tregut duhet të përfshijë gjithashtu kërkesat për kapital. Ndërsa BE-ja e trajton këtë çështje përmes IFD dhe IFR, së bashku me paketën CRD/CRR, këshillohet që të miratohet një qasje që është më e përshtatshme për fazën e re të tregut të Kosovës. Kjo qasje duhet ti japë përparësi mbrojtjes së investitorëve dhe stabilitetit financiar pa komplikuar tepër kërkesat e kapitalit dhe të kujdesit për shoqëritë e investimeve.

Së fundi, Direktiva e BE-së 97/9/EC udhëzon krijimin e një skeme të sigurimit së investitorëve, e cila duhet të sigurojë mbulim për investitorët në rastet kur një shoqëri investimi nuk është në gjendje të përmbushë detyrimet e saj në lidhje me kërkesat e investitorëve. Kjo siguron një rrjet sigurie për investitorët dhe rrit besimin në treg.

Kornizës rregullatore ekzistuese të Kosovës aktualisht i mungojnë dispozitat specifike në lidhje me ofertën publike të letrave me vlerë dhe pranimin e letrave me vlerë për tregtim në një treg të rregulluar. Është e domosdoshme vendosja e rregulloreve në këtë fushë, pasi shërben si një parakusht themelor për emetimin e letrave me vlerë të korporatave. Baza për këtë kornizë rregullator duhet të jetë Rregullorja e Prospektit (PR).

PR përfshinë udhëzime shumë të detajuara për përgatitjen, përmbajtjen dhe formatin e prospekteve, si dhe procedurat për publikimin e tyre. Për më tepër, ajo përcakton rregulla specifike për ofertat ndërkufitare. Veçanërisht, PR përfshinë një sërë përjashtimesh nga detyrimi për të publikuar një prospekt. Këto përjashtime synojnë kryesisht të lehtësojnë emetimin e letrave me vlerë për lloje të veçanta të emetuesve dhe investitorëve të synuar. Megjithëse çështja nuk rregullohet në nivel të BE-së, këshillohet që të hartohen një sërë rregulloresh që kanë të bëjnë me informacionin që duhet të vihet në dispozicion kur një emetues përjashtohet nga publikimi i një prospekti. Kjo praktikë zbatohet në shumicën e juridiksioneve, dhe paraqitja e rregullave të tilla në Kosovë do të rriste qartësinë dhe transparencën.

Për më tepër, PR ofron një sërë opsionesh për emetuesit, disa prej të cilëve përdoren rrallë edhe në juridiksione me tregje kapitale të vendosura mirë. Këto opsione, të tilla si përdorimi i një “prospekti bazë” ose një “dokumenti regjistrimi universal”, janë krijuar për të thjeshtuar procesin e lëshimit të prospektit për emetuesit e shpeshtë. Megjithatë, duke pasur parasysh potencialin e tyre për të komplikuar çështjet rregullatore pa zbatim praktik, rekomandohet të pranohet një qasje pragmatike

dhe të mos hyhet në detaje të ndërlikuara brenda kornizës ligjore. Për më tepër, rregullorja duhet të caktojë një autoritet rregullator përgjegjës për miratimin e prospekteve dhe të përcaktojë sanksionet e duhura për mospajtueshmëri. Ky autoritet rregullator duhet të jetë subjekt përgjegjës për rregullimin dhe mbikëqyrjen e përgjithshme të tregjeve të kapitalit, duke siguruar qëndrueshmëri dhe mbikëqyrje efikase.

Pas pranimit të një letre me vlerë për tregtim në një treg të rregulluar, bëhet thelbësore zbatimi i një grupi të plotë të kërkesave të transparencës për emetuesit. Këto kërkesa, në lidhje me detyrimet e raportimit financiar dhe jofinanciar, janë thelbësore për të siguruar që investitorët të kenë qasje në të gjithë informacionin përkatës. Korniza rregullatore në këtë kontekst duhet të bazohet në të TD dhe të imponojë obligimin për paraqitjen e informacionit periodik dhe të vazhdueshëm. Publikimi i informacionit periodik duhet të përfshijë raportet kryesore, veçanërisht raportin financiar vjetor dhe raportet financiare gjashtëmujore. Këto raporte shërbejnë si mjete thelbësore për investitorët për të vlerësuar performancën dhe gjendjen financiare të emetuesit. Për më tepër, korniza duhet të përfshijë edhe dispozita për shpalesje të vazhdueshme të informacionit, me fokus kryesor në njoftimin e çdo blerje apo shitje të aksioneve dhe/ose të drejtave të votës. Kjo shpalesje në kohë reale është thelbësore për ruajtjen e transparencës dhe lehtësimin e vendimmarrjes së informuar nga investitorët. Së fundi, autoriteti rregullator përgjegjës për mbikëqyrjen e tregjeve të kapitalit duhet të marrë rolin e monitorimit dhe zbatimit të këtyre detyrimeve për transparencë.

Një aspekt tjetër kritik i rregullimit të tregut të kapitalit ka të bëjë me zbatimin e rregullave që synojnë parandalimin e abuzimit të tregut, i cili përfshinë manipulimin e tregut dhe tregtimin e brendshëm. Këto rregulla janë të zbatueshme për instrumentet financiare të pranuar për tregtim në tregje të rregulluara, vende tjera të tregtimit. Për të krijuar këtë pjesë të rregullativës së tregut të kapitalit në Kosovë, do të ishte e arsyeshme që kjo të bëhet sipas modelit të MAR. Autoritetit përgjegjës për mbikëqyrjen e tregjeve të kapitalit brenda Kosovës duhet ti besohet gjithashtu detyra e monitorimit dhe zbatimit të rregullave kundër abuzimit të tregut. Është e rëndësishme të theksohet se mbikëqyrja e abuzimit të tregut përfshin jo vetëm subjektet financiare, por edhe subjektet jofinanciare dhe personat fizikë. Për të siguruar respektimin e rregulloreve në lidhje me mbrojtjen e privatësisë dhe të drejtave të njeriut, është e domosdoshme që rolet dhe përgjegjësitë e autoritetit rregullator të jenë të përcaktuara mirë dhe të vendoset bashkëpunimi me organet e tjera hetuese dhe prokuroriale. Në BE, abuzimi i tregut konsiderohet një aktivitet kriminal dhe dënimet minimale penale që shtetet anëtare duhet të shqiptojnë janë të përcaktuara në CSMAD. Kjo kornizë vendos

një precedent të qartë për seriozitetin me të cilin abuzimi i tregut trajtohet brenda kontekstit evropian dhe thekson rëndësinë e zbatimit të integritetit të tregut dhe mbrojtjes së investitorëve.

Korniza rregullatore e Kosovës ka bërë hapa të rëndësishëm në përafrimin me legjislacionin e BE-së në lidhje me CSD dhe SSS, kryesisht përmes Ligjit Nr. 04/L-155. Megjithatë, mund të nevojiten masa shtesë legjislative për të siguruar harmonizim të plotë me praktikat më të mira ndërkombëtare në këtë fushë. Ky përafrim mund të realizohet duke inkorporuar pjesët në vijim të legjislacionit të BE-së në kornizën rregullatore të Kosovës për tregjet e kapitalit, si: CSDR, SFD dhe FCD. Për të arritur këtë përafrim, këshillohet që të punohet në arkitekturën rregullatore ekzistuese në Kosovë dhe të bëhen ndryshime në Ligjin Nr. 04/L-155, si dhe në Rregulloren për Sistemin e Pagesave Ndërbankare, sipas nevojës. Këto ndryshime do të sigurojnë që rregullativa e Kosovës të jetë plotësisht e harmonizuar me CSDR dhe SFD, duke rritur efikasitetin dhe sigurinë e sistemeve të saj të shlyerjes së letrave me vlerë. Nga ana tjetër, përkthimi i FCD në kornizën ligjore të Kosovës mund të jetë kompleks, pasi ndërthuret me ligje të tjera të ndryshme, veçanërisht ato që lidhen me paaftësinë paguese dhe falimentimin. Ky projekt ndërdisiplinar mund të kërkojë shqyrtim dhe koordinim të kujdesshëm për të siguruar që ndryshimet rregullatore të jenë koherente dhe efektive në të gjithë strukturën ligjore dhe financiare. Megjithatë, është e nevojshme që Kosova të zhvillojë tregun e saj të riblerjeve dhe përfundimisht të marrë një opinion pozitiv ligjor nga Shoqata Ndërkombëtare e Tregjeve të Kapitalit (SHNTK).

Si pjesë e iniciativave të ardhshme, duke përfshirë krijimin e një burse, do të ishte e arsyeshme të mendohej miratimi i një ligji për marrjen në kontroll të shoqërive me ofertë publike. Ofertat e detyrueshme të blerjes shërbejnë si mekanizëm kritik për të mbrojtur interesat e aksionarëve pakicë në rastet e një ndryshimi të rëndësishëm të kontrollit në një kompani, aksionet e së cilës tregtohen publikisht. Kjo kornizë ligjore do të ofrojë udhëzime të qarta për të gjitha palët e përfshira, duke promovuar transparencë dhe drejtësi në transaksione të tilla.

Objektivi kryesor i miratimit të një kornize rregullatore gjithëpërfshirës të tregjeve të kapitalit, e cila përfshin tregjet primare, ndërmjetësit dhe kërkesat e infrastrukturës, është të adresojë boshllëqet ekzistuese rregullatore dhe të lehtësojë hyrjen e pjesëmarrësve në treg. Duke krijuar një mjedis të qartë dhe të fuqishëm rregullator, kjo iniciativë synon të inkurajojë investimet dhe rritjen brenda tregut, duke nxitur zhvillimin ekonomik dhe stabilitetin financiar në Kosovë.

2.3.3. Korniza e Fondeve të Investimeve

Një objektiv specifik shtesë është krijimi i një kornize rregullatore për fondet e investimeve. Kjo kornizë duhet të marrë shkas nga struktura rregullatore e BE-së, e cila përmban dy kategori themelore fondeve: UCITS dhe Fondeve të Investimeve Alternative (FIA). FIA-të përkufizohen thjesht si instrumente kolektive investimi që nuk kërkojnë autorizim në përputhje me Direktivën për UCITS. Ky përkufizim jokufizues i AIF-ve krijon hapësirë për një gamë të larmishme fondesh të specializuara për klasa të ndryshme asetesh dhe strategji investimi.

Korniza rregullatore për fondet e investimeve të ofruara publikisht që investojnë në letra me vlerë të transferueshme duhet të bazohet në Direktivën e UCITS-së. Rregullativa duhet të përfshijë rregullat që kanë të bëjnë me autorizimin, bashkimet dhe politikat e investimit të fondeve të investimit, kushtet e autorizimit dhe funksionimit për kompanitë e menaxhimit të fondeve, detyrimet në lidhje me depozitarin e fondit dhe detyrimet në lidhje me informacionin që duhet t'u jepet investitorëve. Rregullorja gjithashtu do të përfshijë rregullat e aplikueshme për shpërndarjen e fondeve të huaja në Kosovë. Kjo kategori e fondeve të investimeve do të prezantojë një klasë të re investitorësh institucionalë në tregun vendor. Për më tepër, ato ofrojnë një alternativë tërheqëse ndaj depozitave me afat për lloje të ndryshme investitorësh, duke ofruar qasje në strategji të larmishme dhe potencialisht me rendiment më të lartë investimi vendor dhe ndërkombëtar. Është e rëndësishme të theksohet se mungesa aktuale e mundësive për investime në tregjet e kapitalit të Kosovës mund të adresohet lehtësisht duke shfrytëzuar strategjitë ndërkombëtare të investimeve. Fondet vendore, që operojnë në këtë kornizë, do të kenë aftësinë për të investuar si në nivel vendor ashtu edhe ndërkombëtar, duke zgjeruar në mënyrë efektive spektrin e opsioneve të investimit për investitorët vendor. Për më tepër, fondet vendore të specializuara në instrumentet e normave të interesit mund të luajnë rol kryesor në tregun vendor, duke përfshirë tregun e obligacioneve të qeverisë, duke injektuar më shumë aktivitet dhe likuiditet në këto segmente. Kjo, nga ana tjetër, mund të kontribuojë në zhvillimin e përgjithshëm dhe dinamizmin e tregjeve të kapitalit të Kosovës.

Korniza rregullatore për fondet e investimeve alternative do të bazohet në AIFMD. Duhet theksuar se AIFMD, ndryshe nga Direktiva për UCITS, nuk rregullon fondet e investimeve. Përkundrazi, AIFMD merret me autorizimin, kushtet e funksionimit dhe kërkesat e transparencës të zbatueshme për menaxhuesit e fondeve të investimeve alternative. Për më tepër, për shkak se AIFMD fokusohet

në monitorimin e rreziqeve sistemike, ajo ka një prag të lartë të aseteve nën menaxhim, sipas të cilit menaxhuesit e fondeve të investimeve alternative janë të përjashtuar nga kërkesat e AIFMD-së. Megjithatë, këshillohet që të merret në konsideratë krijimi i një kornize rregullatore minimale të përshtatur, e dizajnuar posaçërisht për disa lloje të fondeve të investimit me potencial më të lartë për zhvillim, siç janë kapitali privat, kapitali sipërmarrës dhe fondet e pasurive të paluajtshme. Kjo kornizë do të përfshinte një sërë rregullash bazë që lidhen me politikat e investimeve dhe qeverisjen. Duke vepruar kështu, Kosova mund të adresojë nevojat unike të këtyre instrumenteve të specializuara të investimeve dhe të promovojë rritjen e tyre. Krijimi i një kornize rregullatore për fondet e investimeve alternative do të shërbejë si një urë lidhëse për ndërmarrjet e vogla dhe të mesme (NVM) me investitorët. Ajo do të krijojë një mjedis të favorshëm për zhvillimin e fondeve të kapitalit privat dhe të kapitalit sipërmarrës të menaxhuar në mënyrë profesionale, duke rritur në mënyrë efektive qasjen në kapital për NVM-të. Përveç kësaj, kjo kornizë mund të ndihmojë në tërheqjen e fondeve ndërkombëtare për iniciativat që hedhin themelet për një ekosistem lokal të kapitalit sipërmarrës, duke promovuar më tej inovacionin dhe rritjen ekonomike në Kosovë.

2.4. Kontrolli i Konkurrencës Rregullatore

Objektivi strategjik i përshkruar në këtë Koncept Dokument është krijimi i një kornize rregullatore që nxit zhvillimin e tregjeve të kapitalit dhe përafrohet me acquis të Bashkimit Evropian, duke përdorur një qasje praktike që përshtatet me gjendjen aktuale të zhvillimit dhe nevojat specifike të tregut vendor.

BE-ja ka vendosur si objektiv afatgjatë krijimin e një tregu financiar të vetëm dhe konkurrues globalisht. Për ta arritur këtë, BE-ja e ka rregulluar gjerësisht këtë fushë përmes një sërë aktesh legjislative. Veçanërisht, BE-ja ka favorizuar miratimin e rregulloreve në vend të direktivave në dekadën e fundit. Rregulloret, duke qenë të zbatueshme drejtpërdrejt, sigurojnë një mjedis rregullator të qëndrueshëm në të gjithë shtetet anëtare dhe parandalojnë arbitrazhin rregullator. Themelimi i Autoriteti Evropian i Letrave me Vlerë dhe Tregjeve (AELVT) paraqet një hap të rëndësishëm drejt arritjes së objektivit të BE-së për krijimin e një Rregulloreje të vetme, e cila është një kornizë rregullatore gjithëpërfshirës dhe e unifikuar për tregjet e kapitalit në tërë BE-në.

Pjesa e mëposhtme e këtij seksioni paraqet gjetjet e një analize krahasuese të kornizës rregullatore në Shqipëri, Mal të Zi dhe Kroaci, duke ofruar informacion të vlefshëm se si këto vende fqinje i qasen dhe rregullojnë tregjet e tyre të kapitalit. Të tri vendet duke qenë candidate ose anëtare të BE-së, ndajnë një kornizë të ngjashme. Kjo analizë krahasuese mund të shërbejë si pikë referimi e vlefshme për formësimin e kornizës rregullatore të Kosovës në përputhje me praktikat më të mira. Shqipëria, si një vend kandidat për anëtarësim në BE, ka bërë hapa të rëndësishëm në përafrimin e legjislacionit të saj me *acquis* të Bashkimit. Korniza rregullon tregjet e kapitalit në Shqipëri përfshin disa ligje kyçe, duke përfshirë:

- Ligjin për Tregjet e Kapitalit: Ky ligj mbulon një gamë të gjerë aspektesh, duke përfshirë shoqëritë e investimeve dhe vendet e tregtimit, ofertat publike të letrave me vlerë, masat për të parandaluar abuzimin e tregut, depozitimin qendror të letrave me vlerë dhe skemën e kompensimit të investitorëve. Ky ligj siguron një kornizë rregullatore gjithëpërfshirës për funksionimin e tregjeve të kapitalit bazuar në MiFID II.
- Ligji për Marrjen në Kontroll të Shoqërive me Oferta Publike: Ky ligj trajton rregullat dhe procedurat specifike që rregullojnë blerjen e shoqërive përmes letrave me vlerë të ofruara publikisht.
- Ligji për Sipërmarrjet e Investimeve Kolektive: Ky ligj bën dallimin midis sipërmarrjeve të investimeve kolektive me ofertë publike dhe shoqërive të investimeve me ofertë private. Megjithatë, është e rëndësishme të theksohet se ligji nuk parashikon dispozita të detajuara në lidhje me politikat e investimit të shoqërive të investimeve me oferta private. Në vend të kësaj, ai përcakton që rregullatori do të nxjerrë rregullore për këtë çështje. Vlen të hulumtohet nëse këto rregullore janë lehtësisht të qasshme për të siguruar transparencë dhe qartësi rregullatore.

Mali i Zi, si një vend zyrtar kandidat për në BE që nga viti 2012, është i përkushtuar për të përafruar legjislacionin e tij me *acquis* të Bashkimit. Në fushën e tregjeve të kapitalit, korniza rregullatore e Malit të Zi përshkruhet nga disa ligje kyçe, të cilat përfshijnë:

- Ligjin për Tregjet e Kapitalit: Ky ligj gjithëpërfshirës integron dispozita të ndryshme nga rregulloret kryesore të BE-së, si MiFID II, PR, TD, MAR, CSDR dhe SFD. Ai pasqyron angazhimin e Malit të Zi për të përafruar rregulloret e tij të tregut të kapitalit me standardet

evropiane. Megjithatë, vlen të përmendet se Mali i Zi ende nuk ka përfshirë rregulloret e detajuara të kërkesave për kapital nga IFD dhe IFR në legjislacionin e tij kombëtar.

- Ligji për Fondet e Investimeve: Ky ligj përshkruan rregulloret që rregullojnë fondet e investimeve në Mal të Zi. Për shkak se dispozitat nga Direktiva për UCITS dhe AIFMD janë bashkuar, kërkesat rregullatore të vendosura ndaj AIFM-ve në Mal të Zi janë më të rrepta në krahasim me standardet e AIFMD-së.
- Ligji për Ofertat e Blerjes: Ky ligj përshkruan rregullat dhe procedurat në lidhje me ofertat e blerjes, duke ofruar një kornizë të strukturuar për menaxhimin e transaksioneve të tilla dhe mbrojtjen e aksionarëve të vegjël.
- Ligji për Fondet Pensionale Vullnetare: Ky ligj ka të bëjë me krijimin dhe funksionimin e fondeve pensionale vullnetare, duke kontribuar në zhvillimin e dispozitave afatgjata të kursimeve dhe pensioneve në Mal të Zi.

Kroacia, si shtet anëtar i BE-së që nga viti 2013, ka arritur përafrimin e plotë të kornizës së saj legjislative në fushën e tregjeve të kapitalit me kërkesat e BE-së. Kroacia ka zgjedhur të mbajë një ligj të vetëm për tregjet e kapitalit. Megjithatë, është e rëndësishme të theksohet se rregullore të caktuara si MAR, CSDR dhe PR zbatohen drejtpërdrejt dhe nuk janë të integruara në Ligjin për Tregjet e Kapitalit. Kjo qasje, ndërkohë që siguron përputhshmëri me standardet e BE-së, mund ta bëjë ligjin jo të plotë dhe sfidues për t'u kuptuar si një dokument i pavarur. Megjithatë, zbatimi i drejtpërdrejtë i rregulloreve të BE-së siguron përputhshmëri me standardet e BE-së.

Në fushën e fondeve të investimeve, Kroacia ka zgjedhur të zbatojë dy ligje të veçanta, në përputhje me modelin e përdorur nga BE-ja. Veçanërisht, Kroacia ka hartuar regjime të veçanta rregullatore për AIF dhe UCITS. Përveç kësaj, Kroacia ka krijuar tri kategori të AIFM-ve: të vogla, të mesme dhe të mëdha. Ligji është plotësisht i zbatueshëm për “AIFM-të e mëdha”, ndërsa AIFM-të e vogla dhe të mesme, që bien nën minimumin e aseteve nën kufirin e menaxhimit të përshkruar në AIFMD, përfitojnë nga disa përjashtime nga kërkesat specifike.

Përafrimi i legjislacionit të Kosovës me acquis të Bashkimit është qëllim strategjik i rëndësishëm që do ta bëjë kornizën rregullatore të Kosovës të përputhet me standardet ndërkombëtare dhe lehtësisht të kuptueshme për investitorët ndërkombëtarë. Rregulloret e BE-së të listuara në Tabelën 3, siç përmendet në seksionin 1.3.1, duhet të kenë prioritet në këtë proces të përafrimit.

Një qasje pragmatike, siç u theksua, është thelbësore në këtë përafrim. Kjo do të thotë që legjislacioni kombëtar i Kosovës duhet të shmangë përfshirjen e dispozitave që ose nuk janë të zbatueshme, pasi ato kanë të bëjnë me ndërveprimet mes shteteve anëtare të BE-së brenda tregut të vetëm, ose që nuk janë të përshtatshme për fazën aktuale të zhvillimit në tregun vendor. Kjo qasje siguron që korniza rregullative iu përshtatet nevojave dhe kushteve specifike të Kosovës, duke lehtësuar zbatimin dhe pajtueshmërinë efektive dhe duke shmangur ndërlikimet e panevojshme. Duke u fokusuar në rregulloret përkatëse dhe të aplikueshme të BE-së dhe duke i përshtatur ato me kontekstin lokal, Kosova mund të krijojë një mjedis rregullator që mbështet rritjen e tregjeve të saj të kapitalit, inkurajon investimet dhe nxit zhvillimin ekonomik në atë mënyrë që përputhet me standardet dhe praktikatat evropiane.

3. OPSIONET

3.1. Opsioni 1: “Opsioni pa Asnjë Ndryshim”

“Opsioni pa asnjë ndryshim” ka ndikime të konsiderueshme për zhvillimin ekonomik dhe perspektivën financiare të Kosovës. Sipas këtij skenari, efektet përfshijnë:

- Qasjen e kufizuar në financim afatgjatë: Shoqëritë tregtare në Kosovë do të vazhdojnë të përballen me kufizime në qasjen në financim afatgjatë nga tregjet e kapitalit. Ky kufizim pengon mundësinë e tyre për të siguruar burimet e nevojshme për rritje dhe projekte inovative. Si rezultat, bizneset mund të operojnë nën potencialin e tyre të plotë, duke penguar zhvillimin ekonomik dhe krijimin e mundësive të reja të punës.
- Mundësitë e të kufizuara të investimit: Shumica e popullsisë do të mbetet e kufizuar në opsione të kufizuara të investimit, kryesisht depozitat me afat në banka. Kjo mungesë e mundësive të diversifikuara të investimit do të thotë se individët mund të humbasin potencialin për kthime më të larta dhe përfitimet e diversifikimit të portofolit. Kjo gjithashtu ndikon në edukimin e përgjithshëm financiar dhe kulturën e investimeve brenda Kosovës.
- Stagnimi i tregjeve të kapitalit: Tregjet e kapitalit në Kosovë, veçanërisht tregu i obligacioneve të qeverisë, do të përjetojnë stagnim. Mungesa e investitorëve institucionalë dhe ndërmjetësuesve të tjerë të tregut përtej akterëve aktualë kufizon likuiditetin dhe efikasitetin e tregut. Kjo mungesë rritjes dhe dinamizmit në tregjet e kapitalit pengon mundësinë e qeverisë dhe subjekteve të tjera për të mbledhur kapital për nisma të ndryshme.

Si përmbledhje, “Opsioni pa asnjë ndryshim” paraqet rrezik për kufizimin e rritjes ekonomike dhe zhvillimit financiar në Republikën e Kosovës. Kjo potencon rëndësinë e ndjekjes së një strategjie proaktive për të zhvilluar dhe përmirësuar tregjet lokale të kapitalit, për të zgjeruar mundësitë e investimeve dhe për të stimuluar inovacionin dhe zgjerimin ekonomik. Më konkretisht, sipas “opsionit pa asnjë ndryshim”, bizneset nuk do të mund të emetojnë obligacione ose aksione të tregtueshme në tregjet e kapitalit, nuk do të kishte asnjë kornizë ligjor për krijimin e fondeve të investimeve dhe bankat dhe IFJB-të nuk do të kishin një sërë rregullash për zhvillimin e aktiviteteve dhe shërbimeve të tregut të kapitalit.

3.2. Opsioni 2: Përmirësimi i Implementimit dhe Zbatimit

Opsioni i përmirësimit të implementimit dhe zbatimit të rregullave ekzistuese, ndonëse një qasje e arsyeshme në shumë raste, mund të mos jetë i zbatueshëm në kontekstin e zhvillimit të një kornize gjithëpërfshirëse rregullatore për tregun e kapitalit të Kosovës. Ky opsion duket më pak i zbatueshëm për disa arsye kryesore:

- Mungesa e legjislacionit kryesor: Kosovës i mungojnë disa pjesë kyçe të legjislacionit që janë thelbësore për krijimin e një kornize rregullatore të fuqishme dhe gjithëpërfshirëse për tregjet e kapitalit. Pa këto ligje themelore që trajtojnë çështjet si emetimi i letrave me vlerë, abuzimi i tregut, transparenca e kështu me radhë, do të ishte sfiduese të përmirësohej ndjeshëm korniza ekzistuese.
- Qartësi e pamjaftueshme rregullatore: Përderisa BQK-ja mund të miratojë disa rregullore për të ofruar më shumë qartësi për shërbimet investuese dhe aktivitetet e lejuara sipas ligjeve ekzistuese, këto rregullore mund të kenë ndikim të kufizuar dhe mund të mos adresojnë boshllëqet kritike në kornizën rregullatore. Megjithatë, mungesa e legjislacionit gjithëpërfshirës do të rezultonte në një mjedis rregullator jo të plotë dhe të pasigurt.
- Vlera e shtuar e kufizuar: Përpjekja për të përmirësuar zbatimin dhe ekzekutimin e rregullave ekzistuese pa adresuar legjislacionin themelor që mungon, ka të ngjarë të ofrojë vlerë të shtuar minimale në krahasim me “Opsionin pa asnjë ndryshim”. Mungesa e rregulloreve kryesore do të pengonte efektivitetin e përgjithshëm të përpjekjeve për të përmirësuar kornizën ekzistuese.

Më konkretisht, sipas këtij opsioni, BQK-ja do të miratonte legjislacionin sekondar që ofron një kornizë më të qartë për bankat dhe IFJB-të për të ofruar shërbime të investimeve të listuara aktualisht në Ligjin Nr. 04/L-093. Megjithatë, bizneset ende nuk do të mund të emetojnë obligacione dhe aksione të tregtueshme në tregjet e kapitalit dhe nuk do të kishte ende një kornizë për krijimin e fondeve të investimeve. Si rezultat, bankat dhe IFJB-të do të ishin në gjendje të ofrojnë vetëm një gamë të kufizuar shërbimesh për klientët e tyre, kryesisht të bazuara në letra me vlerë dhe produkte të huaja. Duke marrë parasysh këto kufizime, rruga më e mundshme për Kosovën duket të jetë zhvillimi i legjislacionit të ri që adreson boshllëqet kritike dhe krijon një kornizë gjithëpërfshirëse rregullatore. Kjo qasje ofron një bazë më të fuqishme për nxitjen e

zhvillimit të tregut të kapitalit, tërheqjen e investimeve dhe mbështetjen e rritjes ekonomike në vend.

3.3. Opsioni 3: Miratimi i një Kornize Gjithëpërfshirëse Rregullatore për Tregjet e Kapitalit në Kosovë

Një kornizë gjithëpërfshirëse rregullatore për tregjet e kapitalit në Kosovë është thelbësore për të adresuar mangësitë e identifikuara rregullatore dhe për të stimuluar zhvillimin e tregut. Kjo qasje përfshinë objektiva specifike të përshkruara në seksionin 2.3, të cilat synojnë të korrigjojnë çështjet në fjalë dhe të ofrojnë zgjidhje të mundshme për kufizimet ekzistuese të tregut, veçanërisht mungesën e stimujve të tregut për krijimin e infrastrukturës për tregtim dhe pas tregtimit.

Seksioni 6 thellohet në analizën e opsioneve të ndryshme të disponueshme brenda këtyre objektivave specifike, duke përfshirë:

- Zgjedhja e strukturës institucionale rregullatore: Kjo përfshinë përcaktimin e autoritetit rregullator më të përshtatshëm për tregjet e kapitalit në Kosovë, i cili mund të bazohet në modele të ndryshme të zbatuara në mbarë BE-në.
- Vendndodhja e CSD-së: Vendimi për vendndodhjen dhe funksionimin e CSD-së është vendimtar për tejkalimin e mangësive të tregut dhe për të siguruar zgjidhje të sigurt dhe efikase të transaksioneve financiare.
- Krijimi i bursës të letrave me vlerë: Krijimi i një burse të letrave me vlerë përfaqëson një hap jetik në ofrimin e një platforme për listimin dhe për tregtimin e instrumenteve financiare. Forma ligjore, vendndodhja dhe funksionimi i një burse të tillë mund të ndikojë në likuiditetin, qasjen dhe disponueshmërinë e letrave me vlerë.
- Vendndodhja e skemës së kompensimit të investitorëve: Hartimi dhe vendosja e një skeme të kompensimit të investitorëve është thelbësore për mbrojtjen e interesave të investitorëve. Kjo strukturë siguron që investitorët të mbrohen në rast të falimentimit të një shoqërie të investimit.
- Struktura e kornizës rregullatore të tregut të kapitalit: Përcaktimi i strukturës së kornizës rregullatore për tregjet e kapitalit varet nga zgjedhja mes një ligji unik të tregut të kapitalit ose disa ligjeve të pavarura.

- Struktura e kornizës për fondet e investimeve: Përcaktimi i strukturës së kornizës për fondet e investimeve në thelb varet nga miratimin i një ligji të vetëm gjithëpërfshirës që mbulon të gjitha llojet e fondeve të investimeve ose në nxjerrjen e ligjeve të veçanta për UCITS dhe AIF.

Si përfundim, krijimi i një kornize gjithëpërfshirëse rregullatore për tregjet e kapitalit në Kosovë përfshinë marrjen e vendimeve të informuara për këta komponentë të ndryshëm. Këto zgjedhje do të formësojnë zhvillimin e tregut, operacionet dhe atraktivitetin e tij për investitorët dhe pjesëmarrësit në treg.

4. IDENTIFIKIMI DHE VLERËSIMI I NDIKIMEVE TË ARDHSHME TË OPSIONEVE

4.1. Ndikimet Ekonomike, Sociale dhe Mjedisore

Siç përshkruhet në Seksionin 3, Opsionet 1 dhe 2 nuk sjellin ndonjë ndryshim të rëndësishëm në tregjet financiare të Kosovës dhe nuk krijojnë ndonjë ndikim domethënës, përveç efekteve negative që mund të ketë në ekonomi qasja e reduktuar në financimin afatgjatë për bizneset.

Zbatimi i Opsionit 3 dhe krijimi pasues i një kornize gjithëpërfshirëse të tregjeve të kapitalit në Kosovë pritet të rezultojë në ndikime të ndryshme ekonomike të paraqitura në Tabelën 7 më poshtë, ndërsa ndikimet sociale ndërlidhen kryesisht me krijimin e vendeve të punës. Asnjë ndikim i konsiderueshëm mjedisor ose ndërsektoriale nuk është identifikuar. Një rishikim i detajuar i ndikimeve mund të gjendet në Shtojcën 4.

Tabela 7: Ndikimet e ardhshme të opsioneve të propozuara (opsioni 3)

Seksion	
1) Ndikimet ekonomike	
Vendet e punës	Rritja e qasjes së bizneseve në financim afatgjatë përmes tregjeve të kapitalit pritet të shtojë rritjen dhe konkurrencën e kompanive dhe rrjedhimisht të rrisë numrin e vendeve të punës në dispozicion dhe nivelin e pagave.
Zhvillimi i biznesit	Duke ofruar një alternativë ndaj financimit bankar, veçanërisht për projekte afatgjata dhe më të rrezikshme, zhvillimi i tregjeve të kapitalit do të sjellë një efekt pozitiv në qasjen e bizneseve në financa. Zhvillimi i suksesshëm i fondeve të kapitalit sipërmarrës mund të mbështesë gjithashtu skenën fillestare dhe të ndihmojë në krijimin e bizneseve të reja.
Ngarkesat administrative	Bizneset që hyjnë në tregjet e kapitalit për financim do të duhet të respektojnë detyrimet e shtuara të transparencës.
Investimi	Rritja e qasjes së bizneseve në financim afatgjatë përmes tregjeve të kapitalit ka të ngjarë të rrisë investimet në aktivitete të reja. Lansimi i fondeve

	vendore të kapitalit privat dhe kapitalit sipërmarrës mund gjithashtu të lehtësojë investimet nga diaspora.
Konkurrueshmëria	Financimi afatgjatë nëpërmjet tregjeve të kapitalit ka të ngjarë të rrisë investimet në kërkim dhe zhvillim. Megjithëse tregjet e kapitalit janë kryesisht tërheqës për kompanitë më të mëdha, NVM-të mund të preken përmes krijimit të fondeve alternative të investimeve.
Zhvillimi i përgjithshëm ekonomik	Lehtësimi i qasjes në financim afatgjatë nëpërmjet tregjeve të kapitalit ka të ngjarë të sjell efekte pozitive në rritjen ekonomike.
2) Ndikimet sociale	
Vendet e punës	Rritja e qasjes së bizneseve në financim afatgjatë përmes tregjeve të kapitalit pritet të shtojë rritjen dhe konkurrencën e kompanive dhe rrjedhimisht të rrisë numrin e vendeve të punës në dispozicion dhe nivelin e pagave.
3) Ndikimet në mjedis	Nuk është identifikuar asnjë ndikim mjedis.
4) Ndikimet ndërsektoriale	Nuk është identifikuar asnjë ndikim ndërsektorial

4.2. Plani i Zbatimit

Plani i zbatimit për Opsionin 3 i paraqitur më poshtë është zhvilluar në bazë të objektivave nga Tabelës 6, objektivat specifike të paraqitura në Seksionin 2.3., dhe aktivitetet e parashikuara për zbatim.

Tabela 8: Plani i zbatimit për Opsionin 3

Objektivi i politikës	Rritja e qasjes në financimin e tregjeve të kapitalit për bizneset në Kosovë				
Objektivi Strategjik	Krijimi i një kornize rregullatore gjithëpërfshirës, mbështetës dhe të harmonizuar me BE-në për tregjet e kapitalit				
	Produkti, aktivitetet, viti dhe organizata përgjegjëse				
Objektivi Specifik 1: Krijimi i tregut	Produkti 1.1: Korniza rregullatore që mundëson		Viti 1	Viti 2	Organizata përgjegjëse

të obligacioneve korporative	emetimin e obligacioneve korporative	Aktiviteti 1.1.1.	Ndryshimi i Ligjit Nr. 06/L-016 për Shoqëritë Tregtare		MINT
		Aktiviteti 1.1.2.	Futja e dispozitave të nevojshme në rregullimin e tregut të kapitalit		MFPT
		Aktiviteti 1.1.3.	Komunikimi i ndryshimeve tek audienca e synuar		
Objektivi Specifik 2: Krijimi i kornizës së tregjeve të kapitalit	Produkti 2.1: Ligjin për Tregjet e Kapitalit		Viti 1	Viti 2	Organizata përgjegjëse
		Aktiviteti 2.1.1.	Projektligji i ri për Tregjet e Kapitalit		MFPT
		Aktiviteti 2.1.2.	Ndryshimi i Ligji Nr. 04/L-093 për Bankat, Mikrofinancat dhe Institucionet Bankare Jo-Financiare		MFPT
		Aktiviteti 2.1.3.		Miratimi i rregulloreve	BQK
		Aktiviteti 2.1.4.		Ngritja e kapacitetit të rregullatorit	BQK
		Aktiviteti 2.1.5.		Komunikimi i ndryshimeve tek audienca e synuar	MFPT/BQK
	Produkti 2.2:	Aktiviteti 2.2.1.	Ndryshimi i Ligjit Nr. 03/L-216 për		MFPT

	Skema e mbrojtjes së investitorëve e krijuar		Themelimin e Sistemit për Sigurimin e Depozitave për Institucionet Financiare në Kosovë		
		Aktiviteti 2.2.2.		Miratimi i statutit të ri të FSDK-së, rregullave dhe rregulloreve	FSDK
Produkti 2.3: Rregulloret që lidhen me CSD-të dhe SSS janë përafuara plotësisht me standardet e BE-së dhe ato ndërkombëtare	Aktiviteti 2.3.1.		Ndryshimi i Ligjit Nr. 04/L-155 për Sistemin e Pagesave		MFPT
	Aktiviteti 2.3.2.			Përkthimi i FCD-së në legjislacionin kombëtar të Kosovës	Të përcaktohet
	Aktiviteti 2.3.3.			Komunikimi i ndryshimeve tek audienca e synuar	
Produkti 2.4.: CSD dhe SSS janë përshtatur për të përfshirë letrat me vlerë të korporatave	Aktiviteti 2.4.1.			Përshtatja e CSD dhe SSS ekzistuese në BQK për të përfshirë letrat me vlerë të korporatave	BQK
	Aktiviteti 2.4.2.			Komunikimi i ndryshimeve tek audienca e synuar	BQK

	Produkti 2.5.: Platforma tregtare e përshtatur për të përfshirë instrumentet e borxhit korporativ	Aktiviteti 2.5.1.		Krijimi i një platforme tregtare me rregulla që do të sigurojnë investim të letrave me vlerë të korporatave lokale nga investitorët kryesor institucional.	BQK
		Aktiviteti 2.5.2.		Komunikimi i ndryshimeve tek audienca e synuar	BQK
Objektivi Specifik 3: Krijimi i kornizës së fondeve të investimeve	Produkti 3.1.: Ligji për fondet e investimeve të ofruara publikisht që investojnë në letra me vlerë të transferueshme		Viti 1	Viti 2	Organizata përgjegjëse
		Aktiviteti 3.1.1.	Hartimi i Ligjit të ri për fondet e investimeve të ofruara publikisht që investojnë në letra me vlerë të transferueshme		MFPT
		Aktiviteti 3.1.2.		Miratimi i rregulloreve	BQK
		Aktiviteti 3.1.3.		Ngritja e kapacitetit të rregullatorit	BQK
		Aktiviteti 3.1.4.		Komunikimi i ndryshimeve tek audienca e synuar	MFPT/BQK
	Produkti 3.2.: Ligji për Fondet e	Aktiviteti 3.2.1.		Hartimi i Ligjit të ri për Fondet e	MFPT

	Investimeve Alternative			Investimeve Alternative	
		Aktiviteti 3.2.2.		Miratimi i rregulloreve	BQK
		Aktiviteti 3.2.3.		Ngritja e kapacitetit të rregullatorit	BQK
		Aktiviteti 3.2.4.		Komunikimi i ndryshimeve tek audienca e synuar	MFPT/BQK

Një rishikim i detajuar i legjislacionit individual të BE-së që do të transpozohet në kornizën legjislative të Kosovës është paraqitur në Shtojcën 5.

Përfundimisht, theksohet se Ligji Nr. 03/L-209 kërkon konsultim paraprak me BQK-në para çdo ndryshimi legjislativ për çështjet që kanë të bëjnë me objektivat apo fushën e kompetencës së BQK-së.

Një plan i implementimit për Opsionin 2 është paraqitur në Tabelën 9 më poshtë.

Tabela 9: Plani i implementimit për Opsionin 2

Objektivi i politikës	Përmirësimi i zbatimit të rregulloreve ekzistuese				
Objektivi strategjik	Sqarimi i kornizës ligjore për ofrimin e shërbimeve dhe aktiviteteve nga bankat në IFJB në kuadër të Ligjit aktual 04/L-093				
	Produkti, aktivitetet, viti dhe organizata përgjegjëse				
Objektivi Specifik 1: Krijimi i rregullave për ruajtjen e letrave me vlerë nga bankat	Produkti 1.1: Rregullorja për ruajtjen dhe administrimin e letrave me vlerë nga bankat		Viti 1	Viti 2	Organizata përgjegjëse
		Aktiviteti 1.1.1.	Hartimi dhe miratimi i Rregullores		BQK
		Aktiviteti 1.1.2.	Komunikimi i ndryshimeve tek audienca e synuar		BQK

		Aktiviteti 1.1.3.	Ngritja e kapaciteteve të BQK-së		BQK
Objektivi Specifik 2: Krijimi i rregullave për blerjen dhe shitjen e instrumenteve financiare nga bankat për llogari të klientit	Produkti 2.1: Rregullorja për ekzekutimin e urdhrave në emër të klientëve		Viti 1	Viti 2	Organizata përgjegjëse
		Aktiviteti 2.1.1.	Hartimi dhe miratimi i Rregullores		BQK
		Aktiviteti 2.1.2.	Komunikimi i ndryshimeve tek audienca e synuar		BQK
		Aktiviteti 2.1.3.	Ngritja e kapaciteteve të BQK-së		BQK
Objektivi Specifik 3: Krijimi i rregullave për menaxhimin e portofolit dhe dhënien e këshillave rreth investimeve	Produkti 3.1.: Rregullorja për menaxhimin e portofolit dhe shërbimeve këshilluese për investimet e ofruara nga bankat dhe IFJB-të		Viti 1	Viti 2	Organizata përgjegjëse
		Aktiviteti 3.1.1.		Hartimi dhe miratimi i Rregullores	BQK
		Aktiviteti 3.1.2.		Komunikimi i ndryshimeve tek audienca e synuar	BQK
		Aktiviteti 3.1.3.		Ngritja e kapaciteteve të BQK-së	BQK
Objektivi Specifik 4: Krijimi i rregullave për marrjen dhe shpërndarjen e letrave me vlerë të borxhit	Produkti 4.1.: Rregullore për marrjen dhe shpërndarjen e letrave me vlerë të ofruara nga bankat dhe IFJB-të		Viti 1	Viti 2	Organizata përgjegjëse
		Aktiviteti 4.1.1.		Hartimi dhe miratimi i Rregullores	BQK
		Aktiviteti 4.1.2.		Komunikimi i ndryshimeve tek audienca e synuar	BQK
		Aktiviteti 4.1.3.		Ngritja e kapaciteteve të BQK-së	BQK

Ju lutem keni parasysh se pa krijimin e një kornize të duhur rregullative që kërkon përfshirjen e letrave me vlerë të korporatave të emetuara në një CSD dhe SSS, dhe pa një kornizë ligjore për emetimin e letrave me vlerë, Objektivi Specifik 4 nga Tabela 9 më sipër do të ishte një veprim i kotë pasi që letrat me vlerë të korporatave nuk mund të emetohen në praktikë. Gjithashtu, theksohet se me përjashtim të obligacioneve shtetërore të emetuara nga Qeveria, të gjitha aktivitetet e tjera do të kufizoheshin në instrumente të huaja.

4.3. Ndikimet Buxhetore

Për Opsionin 3, ndikimet buxhetore parashikohen të përfshijnë kostot tipike që lidhen me zhvillimin, hartimin dhe prezantimin e ligjeve të reja. Për më tepër, rregullatori i tregut të kapitalit do të përballet me kosto që ndërlidhen me ndërtimin e sistemeve të reja ose përshtatjen ekzistuese të raportimit dhe kapacitetin në aspektin e burimeve njerëzore për të përmbushur përgjegjësitë e tij. Theksohet se rregullatorët e tregjeve të kapitalit zakonisht kanë autoritet për të vendosur tarifa për pjesëmarrësit e tregut për të financuar aktivitetet e tyre. Kështu ndodh edhe në Kosovë ku sipas nenit 70 të Ligjit Nr. 03/L-209, BQK-ja mund të vendosë tarifa dhe taksa të arsyeshme për shërbimet që ofron dhe detyrat që i kryen. Së fundi, subjekti që menaxhon me CSD dhe SSS do të mbulojë kostot që lidhen me blerjen e një sistemi të ri ose përshtatjen e sistemit të tij ekzistues.

Tabela 10 më poshtë paraqet kërkesat rregullative dhe mbikëqyrëse të vendosura për autoritetet rregullatore të tregut të kapitalit dhe një vlerësim të burimeve të kërkuara bazuar në legjislacionin e BE-së nga Tabela 3. Siç përshkruhet në Seksionet 6.1., 6.2. dhe 6.3. kostot totale mund të varen shumë nga zgjedhja e strukturës institucionale rregullative, vendndodhja e CSD-së dhe zgjedhja e platformës së tregtimit.

Tabela 10: Aktivitetet dhe përgjegjësitë e rregullatorit të tregut të kapitalit sipas Opsionit 3

Emri i aktit legjislativ	Përgjegjësitë	Burimet e vlerësuara
Direktiva 2014/65/EU (MiFID II)	Autorizimi i kompanive të investimeve, organit menaxhues të tyre, aksionarëve me aksione të kualifikuara. Vlerësimi i respektimit të kushteve të funksionimit dhe	Me supozimin se për momentin nuk do të ketë treg (bursë) të rregulluar në Republikën e Kosovës dhe se shumica e aktiviteteve dhe shërbimeve të tregut të kapitalit do të kryhen nga bankat të cilat gjithsesi janë

	<p>rregullave të sjelljes së biznesit të kompanive të investimeve.</p> <p>Autorizimi i tregjeve të rregulluara, organit menaxhues të tyre dhe personave që ushtrojnë ndikim të konsiderueshëm.</p> <p>Vlerësimi i përputhshmërisë me kërkesat organizative.</p>	<p>nën mbikëqyrjen e BQK-së, vlerësohet se një personel prej të paktën tre vetash do të kërkohej nëse krijohet një autoritet i veçantë, ose prej dy vetave nëse mbikëqyrja kryhet brenda BQK-së.</p> <p>Keni parasysh se nëse krijohet një autoritet i ri rregullator, fushëveprimi i përgjegjësive të tij duhet të përcaktohen qartë nga ai i BQK-së në lidhje me aktivitetet e tregut të kapitalit të kryera nga bankat.</p>
Direktiva (EU) 2019/2034 (IFD) dhe Rregullorja (BE) 2019/2033 (IFR)	Vlerësimi i përputhshmërisë me kërkesat për kapital.	Vlerësohet se personeli i përmendur në MiFID II më sipër mund të kryejë këtë aktivitet (mjaftueshmëria e kapitalit të bankave rregullohet ekskluzivisht përmes rregullativës bankare, prandaj vetëm kompanitë e pavarura të investimeve do të kenë nevojë për ngarkesë shtesë me punë.
Rregullorja (BE) 596/2014 (MAR) dhe Direktiva 2014/57/BE (CSMAD)	<p>Zbulimi i abuzimit në treg dhe hetimi i transaksioneve të dyshimta.</p> <p>Vlerësimi i përputhshmërisë me kërkesat e sjelljes së bizneseve brenda emetuesve dhe institucioneve financiare (lista e personave të brendshëm, raportimi i transaksioneve të menaxherëve, regjimi i informacionit të tregut, etj.).</p>	Me supozimin se për momentin nuk do të ketë bursë, mendohet se këtë aktivitet mund ta kryejë edhe një person shtesë. Keni parasysh se obligacionet e qeverisë janë aktualisht instrumenti i vetëm që bie nën rregullativën e abuzimit të tregut dhe se tregtimi i obligacioneve të qeverisë mbikëqyret nga BQK-ja.
Rregullorja (BE) 2017/1129 (Rregullorja për prospektin)	<p>Miratimi i prospekteve të paraqitura nga emetuesit.</p> <p>Mbikëqyrja e respektimit të kërkesave në lidhje me reklamimin e prospektit.</p>	Vlerësohet se një person mund ta kryejë këtë aktivitet në kuadër të autoritetit të tregut të kapitalit. Vlerësohet se numri i prospekteve do të jetë shumë i ulët edhe nëse tregu i obligacioneve të korporatave do të jetë i suksesshëm, sepse

		<p>shumica e emetimeve do të mund të përdorin disa nga përjashtimet e parashikuara nga Rregullorja e Prospektit. Prospektet lëshohen për oferta publike ose pranim për tregtim në një treg të rregulluar.</p> <p>Keni parasysh se interpretimi i rolit të autoriteteve mbikëqyrëse në procesin e miratimit ndryshon shumë nga vendet e ndryshme. Shumica e rregullatorëve do të kufizohen në vlerësimin e pajtueshmërisë me detyrimet formale pa hyrë në vlerësimin e fakteve të paraqitura në prospekt.</p> <p>Rregullorja e Prospektit nuk kërkon që autoritetet kompetente të shqyrtojnë ose miratojnë dokumentet e kërkuara si alternativë ndaj prospekteve nga legjislacioni shtetëror, kur emetuesit përdorin një përjashtim.</p>
Direktiva 2004/109/EC (Direktiva e Transparencës)	Vlerësimi i përputhshmërisë së emetuesve me kërkesat e transparencës.	<p>Vlerësohet se ky aktivitet do të kryhej nga personi përgjegjës për miratimin e prospekteve.</p> <p>Keni parasysh se Direktiva e Transparencës zbatohet vetëm për emetuesit, letrat me vlerë të cilëve janë të pranuar për tregtim në një treg të rregulluar (bursë). Kjo Direktivë nuk zbatohet për letrat me vlerë që tregtohen vetëm në vende të tjera (MTF ose OTF) ose Tregut Jashtë Bursës (OTC).</p>
Rregullorja (BE) 909/ 2014 CSDR	Autorizimi i CSD-ve. Vlerësimi i përputhshmërisë së CSD-ve me kërkesat organizative.	Me supozimin se do të ketë vetëm një CSD në Republikën e Kosovës, autorizimi i një CSD-je është një ngjarje që ndodhë vetëm një herë. Vlerësohet se mbikëqyrja do të kërkonte një

		person të specializuar (jo me orar të plotë) të mbështetur nga specialistët e TI-së. Keni parasysh se sipas skenarit ku CSD do të menaxhohej nga BQK-ja, modeli i mbikëqyrjes i miratuar duhet të marrë parasysh pavarësinë administrative, financiare dhe menaxheriale të BQK-së.
Direktiva 2009/65/EC (UCITS)	<p>Autorizimi i UCITS-së, kompanive menaxhuese dhe depozitarëve, bashkimet e UCITS-ve dhe likuidimet.</p> <p>Vlerësimi i përputhshmërisë së kompanive menaxhuese dhe depozitarëve me kërkesat organizative, kërkesat për kapital dhe për sjellje të biznesit.</p> <p>Vlerësimi i përputhshmërisë së fondeve me limitet e investimit të vendosura me ligj dhe prospekt.</p>	Bazuar në supozimin se do të krijohen maksimumi dy kompani menaxhuese dhe katër fonde në të ardhmen e afërt, vlerësohet se një staf prej 3 personash mund ta kryejë këtë përgjegjësi.
Direktiva 2011/61/EU (AIFMD)	<p>Autorizimi i AIF-ve, kompanive menaxhuese dhe depozitarëve.</p> <p>Vlerësimi i përputhshmërisë së kompanive menaxhuese dhe depozitarëve me kërkesat organizative, kërkesat për kapital dhe për sjellje të biznesit.</p> <p>Vlerësimi i përputhshmërisë së fondeve me limitet e investimit të vendosura me ligj dhe prospekt.</p>	Një faktor kyç për vlerësimin e ngarkesës me punë sipas AIFMD-së varet nga trajtimi i menaxherëve të fondeve nën-prag të cilët nuk hyjnë në kuadër të fushëveprimit të AIFMD-së. ⁴⁴ Në rast se do të miratohet një regjim i lehtë, vlerësohet se personeli i përmendur në Direktivën e UCITS-së më sipër mund ta kryejë këtë aktivitet. Në rast të një regjimi më të rreptë që do të kërkonte që rregullatori i tregut të kapitalit të mbikëqyrë menaxherët e nën-pragut, vlerësohet nevoja për një

⁴⁴ Neni 3 i AIFMD-së parashikon një prag prej 500 milionë euro të aseteve nën menaxhim (ose 100 milionë euro nëse fondet aplikojnë levën financiare) sipas të cilës menaxherët e fondeve kanë vetëm detyrimin për të prezantuar vetën tek autoritetet kompetente. Shtetet anëtare janë të autorizuar të vendosin kërkesa më strikte.

		personel shtesë prej 2 personash.
--	--	-----------------------------------

5. KOMUNIKIMI DHE KONSULTIMI

Koncept Dokumenti i është nënshtruar konsultimeve paraprake dhe konsultimeve publike.

Koncept Dokumenti është dërguar për konsultime paraprake me datë 12.08.2024. Procesi i konsultimeve paraprake ka zgjatur pesëmbëdhjetë (15) ditë pune. Gjatë këtij procesi, Grupi Punues ka pranuar dhe adresuar komentet e institucioneve si në vijim: Banka Qendrore e Kosovës, Zyra e Kryeministrit dhe Thesari i Kosovës.

Koncept Dokumenti është dërguar për konsultime publike me datë 07.11.2024, përmes postës elektronike si dhe përmes publikimit në platformën online për konsultime publike. Procesi i konsultimeve publike ka zgjatur pesëmbëdhjetë (15) ditë pune, deri me datë 27.11.2024. Gjatë këtij procesi, Grupi Punues ka pranuar dhe adresuar komentet e palëve si në vijim:

- Genc Maloku – Qytetar;
- Berat Isa – Qytetar;
- Emanuel Bajra – Qytetar;
- Meti Jashanica – Qytetar;
- KCSF;
- Raiffeisen Bank of Kosova; dhe
- BERZH.

6. KRAHASIMI I OPSIONEVE

Seksionet pasuese ofrojnë një bazë teorike dhe arsyetim për zgjidhjet e rekomanduara për gjashtë çështje të pazgjidhura të identifikuara në dokument. Opsionet e rekomanduara mbështeten në një analizë me shumë kritere (MCA), e cila siguron një vlerësim holistik duke marrë parasysh kostë-efektivitetin, zbatueshmërinë, përputhshmërinë me praktikatat aktuale të tregut, pajtueshmërinë me infrastrukturën ekzistuese të tregut dhe fazën aktuale të zhvillimit të tregut.

6.1. Zgjedhja e Strukturës Institucionale Rregullatore

Siç theksohet në seksionin 2.3. “Objektivat specifik”, një organ duhet të identifikohet si autoritet rregullator përgjegjës për tregjet e kapitalit. Literaturës i mungon një konsensus mbi rëndësinë e strukturës institucionale në suksesin ose dështimin rregullator, pasi efektiviteti i një modeli varet nga konteksti specifik në të cilin ai zbatohet. Faktorët siç janë madhësia e tregut, kompleksiteti dhe rëndësia e segmenteve të ndryshme financiare luajnë rol vendimtar në përcaktimin e modelit më të përshtatshëm. Nuk ka një qasje të vetme për të gjithë, dhe secili model ka përparësitë dhe mangësitë e tij. Katër modelet kyçe rregullatore institucionale janë:

- Modeli institucional: autoriteti rregullator bazohet në kategorizimin ligjor të institucioneve financiare, siç janë bankat, kompanitë e sigurimit dhe shoqëritë e investimeve.
- Modeli funksional: kompetenca rregullatore përcaktohet nga aktivitetet e kryera, pavarësisht nga kategorizimi ligjor.
- Modeli i integruar: një autoritet i vetëm është përgjegjës për rregullimin e të gjithë sektorit financiar.
- Modeli i bazuar në objektiva: kompetenca rregullatore përcaktohet nga aktivitetet e kryera, me fokus në objektiva si stabiliteti financiar dhe mbrojtja e konsumatorëve.

Si modeli institucional ashtu edhe ai funksional kanë përparësi sa i përket specializimit dhe ekspertizës. Megjithatë, ato konsiderohen gjithnjë e më shumë të vjetruara për shkak të strukturës financiare në zhvillim. Inovacionet në financa dhe shfaqja e konglomerateve financiare kanë mjegulluar linjat mes segmenteve të ndryshme, duke çuar në boshllëqe rregullatore dhe trajtim të pabarabartë të produkteve të ngjashme financiare të vendosura në struktura të ndryshme ligjore. Për më tepër, fragmentimi i rregullatorëve kërkon rritje të shkëmbimit të informacionit dhe koordinim ndërmjet agjencive, duke rezultuar në konflikte juridiksionale dhe gabime rregullatore. Fragmentimi gjithashtu largon vëmendjen nga shqetësimet makroprudenciale dhe të stabilitetit financiar.

Për të adresuar këto çështje, janë shfaqur modeli i integruar dhe modeli i bazuar në objektiva. Qasja e integruar synon të përmirësojë shkëmbimin e informacionit, të sigurojë një pamje gjithëpërfshirëse të industrisë financiare dhe të reduktojë kostot administrative. BaFin i Gjermanisë

është një shembull i një rregullatori të integruar, por rregullatorët e integruar janë gjithashtu të zakonshëm në juridiksione më të vogla.

Modeli i “dy qëllimeve”, i ilustruar nga Holanda dhe Australia, ndan rregullimin makroprudencial nga mbrojtja e konsumatorit. Mbretëria e Bashkuar miratoi një qasje të ngjashme në vitin 2013 me krijimin e Autoritetit të Sjelljes Financiare (FCA) dhe Autoritetit Rregullator të Kujdesit (PRA), që vepron brenda Bankës së Anglisë.

Tabela 11: Pasqyra e modeleve rregullatore në fuqi në shtetet anëtare të BE-së dhe vendet e EJT-së

Modeli i integruar	Modeli institucional*	Modeli i dy qëllimeve
Brenda bankës qendrore	Bullgaria	Belgjika
Republika Çeke	Greqi	Holanda
Republika e Irlandës	Spanja	
Letonia	Francë	
Lituania	Kroaci	
Hungaria	Italia	
Slovakia	Qipro	
	Luksemburgu	
Institucion i veçantë	Portugalia	
Danimarkë	Rumania	
Gjermania	Sllovenia	
Estonia	Maqedonia e Veriut	
Malta	Serbi	
Austria	Mali i Zi	
Poloni	Shqipëria	
Finlanda		
Suedia		

* Ndarja e detyrave sipas linjave institucionale mund të jetë shumë e ndryshme varësisht nga vendi
Burimi: uebfaqja e rregullatorëve financiarë kombëtarë

Kur diskutohet për strukturën institucionale të rregullimit financiar, një konsideratë tjetër kritike është vendndodhja e rregullatorit financiar:

- Qeveria: Konsiderohet si jooptimale për shkak të shqetësimeve për pavarësinë operacionale dhe politike.
- Banka Qendrore: Ngre shqetësime për konfliktet e interesit ndërmjet politikës monetare dhe përgjegjësi mbikëqyrëse. Përveç kësaj, studimet empirike sugjerojnë se bankat qendrore kanë tendencë të japin përparësi stabilitetit bankar dhe financiar mbi zhvillimin e tregjeve të kapitalit ose segmenteve të tjera të tregut financiar. Megjithatë, bankat qendrore

shpesh kanë pavarësi më të madhe institucionale dhe një kuptim të thellë të rreziqeve sistematike.

- Agjencia e pavarur rregullatore: Ofron pavarësi operacionale, por mund të përballlet me sfida që lidhen me burimet dhe ekspertizën.

Si përfundim, nuk ekziston një model universalisht i preferuar për rregullimin financiar. Madhësia e tregut, kompleksiteti dhe rëndësia e segmenteve të ndryshme financiare janë përcaktuesit kryesorë në zgjedhjen e modelit më të përshtatshëm. Provat empirike që mbështesin një model ndaj një tjetri janë të kufizuara, duke e bërë të rëndësishme vlerësimin e nevojave dhe qëllimeve specifike të juridiksionit në fjalë kur merret ky vendim.

Modeli i Integruar Rregullator është zbatuar në Kosovë përmes kornizës aktuale legislative, veçanërisht neneve 1, 8 dhe 23 të Ligjit nr. 03/L-209. Neni 23 i jep kompetenca mbikëqyrëse BQK-së, lejon personelin e BQK-së ose personat e tjerë të kualifikuar të emëruar të vizitojnë zyrat e institucioneve financiare për të ekzaminuar të dhënat dhe imponon detyrimin mbi institucionet financiare që ti ofrojnë BQK-së informacionin dhe të dhënat e kërkuara. Këtu theksohet se rregullatorët e tregut të kapitalit gjithashtu duhet të jenë në gjendje të vizitojnë objektet dhe të marrin dokumente dhe të dhëna nga personat fizikë, subjektet jofinanciare dhe operatorët e telekomit, veçanërisht kur kanë të bëjnë me rastet e abuzimit të tregut ose dyshimet për shkeljen e pragjeve për ofertat e detyrueshme të blerjes. Për shkak të çështjeve të drejtave të njeriut dhe mbrojtjes së privatësisë, janë të nevojshme procedura të qarta për bashkëpunim dhe shkëmbim të informacionit me organet e tjera hetimore dhe prokuroriale.

Ruajtja e modelit ekzistues të integruar rregullator brenda BQK-së ka disa argumente bindëse në favor të saj, siç janë theksuar në analizë. Këtu është dhënë një përmbledhje e këtyre argumenteve:

- Mandati dhe ekspertiza: BQK veçse ka mandat të shërbejë si rregullator i tregjeve të kapitalit dhe të mbikëqyrë pjesëmarrësit e rëndësishëm në sektorin financiar, duke përfshirë bankat dhe fondet pensionale. Shfrytëzimi i mandatit ekzistues shmang nevojën për ndërhyrje legislative dhe përputhet me qasjen e integruar.
- Njohuritë dhe kapacitetet institucionale: Me kalimin e kohës, BQK ka zhvilluar njohuri institucionale dhe kapacitet rregullator. Mbështetja mbi këtë bazë ekzistuese është më efikase dhe me kosto efektive sesa krijimi i një institucioni të ri rregullator nga e para.

- Efikasiteti i burimeve: Përderisa BQK-së do ti duhet të ndajë burime shtesë për të menaxhuar përgjegjësitë e reja, ajo mund ta bëjë këtë duke shfrytëzuar infrastrukturën dhe kapacitetet e saj ekzistuese. Kjo qasje është veçanërisht e dobishme në fazat e hershme të zhvillimit të tregut të kapitalit, kur kërkesat për burime janë relativisht modeste. Nga ana tjetër, opsionit të krijimit të një autoriteti të ri rregullator i fokusuar ekskluzivisht në tregjet e kapitalit i mungojnë efektet e sinergjisë dhe mund të ballafaqohet me kosto jashtëzakonisht më të mëdha që kërkohen për të krijuar një sistem adekuat të TI-së nga fillimi dhe vështirësi të pakapërcyeshme në tërheqjen e stafit me njohuri të mjaftueshme në çështjet e tregjeve të kapitalit. Theksohet se themelimi i një autoriteti të ri rregullator të tregjeve të kapitalit do të kërkonte gjithashtu përcaktimin e saktë të përgjegjësive ndërmjet BQK-së dhe këtij autoriteti të ri sepse bankat do të vazhdonin të kryejnë aktivitete dhe shërbime të tregut të kapitalit.
- Pavarësia financiare: Bankat qendrore zakonisht gëzojnë pavarësi të madhe institucionale dhe financiare. Kjo pavarësi mund të jetë e dobishme gjatë fazave fillestare të zhvillimit të tregut të kapitalit, duke ofruar stabilitet dhe besim për pjesëmarrësit e tregut. Theksohet se një rregullator i tregjeve të kapitalit i krijuar si agjenci e pavarur ka shumë të ngjarë të mos jetë në gjendje të mbulojë kostot e tij duke vendosur tarifa në treg për vitet në vijim. Kjo jo vetëm që mund të krijojë kosto për buxhetin e qeverisë, por edhe mund të zvogëlojë mundësitë për krijimin e një rregullatori kompetent.

Vlen të theksohet se gjendja e tregut të kapitalit në Kosovë përshkruhet si “embrionale”, që nënkupton se kërkesat për burime për rregullim dhe mbikëqyrje ka të ngjarë të jenë relativisht modeste gjatë fazave fillestare të reformës rregullatore. Kjo e bën praktike që BQK-ja të marrë përgjegjësi shtesë pa ngarkesa të konsiderueshme financiare. Megjithatë, suksesi i kësaj qasjeje varet nga aftësia e BQK-së për të kaluar në mënyrë efektive në rolin e saj të zgjeruar si rregullator i tregjeve të kapitalit. Ai duhet të përfshijë ndërtimin e kapaciteteve, zhvillimin e ekspertizës së nevojshme dhe krijimin e procedurave dhe proceseve të qarta për mbikëqyrjen e tregut të kapitalit. Për më tepër, koordinimi dhe bashkëpunimi i vazhdueshëm me palët përkatëse të interesit, duke përfshirë organet e tjera rregullatore, mund të rrisë efektivitetin e modelit të integruar rregullator.

Si përfundim, ruajtja e modelit të integruar brenda BQK-së duket të jetë një mënyrë pragmatike dhe efikase për të adresuar rregullimin e tregut të kapitalit në Kosovë, duke pasur parasysh burimet

ekzistuese dhe përvojën e bankës qendrore. Mund të kontribuojë në zhvillimin gradual dhe të qëndrueshëm të tregut të kapitalit në vend.

6.2. Vendndodhja e Depozitarit Qendror të Letrave me Vlerë

Rritja e tregjeve financiare çoi në ndryshime të rëndësishme në mënyrën e trajtimit dhe transferimit të letrave me vlerë. Fillimisht, instrumentet financiare përfaqësoheshin si çertifikata fizike. Megjithatë, rritja e volumit të letrave me vlerë të emetuara dhe të tregtuara bëri të nevojshme një metodë më efikase dhe me kosto efektive të transaksionit. Kjo çoi në “imobilizimin” e letrave me vlerë brenda CSD-ve. Duke centralizuar të gjitha certifikatat në letër në një vend, në vend të transfereve fizike, transaksionet mund të shlyheshin me regjistrim në libra në librat e CSD-së. Faza tjetër ishte “dematerializimi”, ku emetimet e letrave me vlerë u bënë tërësisht pa letër. Në këtë epokë digjitale, letrat me vlerë ekzistojnë thjesht si shënime elektronike dhe nuk ka certifikata fizike. Sot, CSD-të luajnë rol vendimtar në ruajtjen e integritetit të emetimeve të letrave me vlerë duke siguruar që letrat me vlerë të mos krijohen ose fshihen aksidentalisht ose me mashtrim.

Në BE, CSDR udhëzon që të gjitha letrat me vlerë të transferueshme të pranuar në treg duhet të dematerializohen ose të immobilizohen. Ajo gjithashtu kërkon që CSD-të të operojnë një SSS dhe që SSS-të të operohen nga një CSD. Për më tepër, CSD-të pritet të ofrojnë të paktën një nga dy shërbimet e tjera thelbësore të përcaktuara nga CSDR: “shërbimet noteriale” dhe “shërbimet e mirëmbajtjes së llogarive qendrore të letrave me vlerë në nivel të lartë”.

“Shërbimi noterial” përfshin regjistrimin fillestar të letrave me vlerë të krijuara rishtazi në CSD. CSD mban një llogari për çdo emetim për të siguruar integritetin e saj duke barazuar numrin e letrave me vlerë të regjistruara me numrin e letrave me vlerë të papaguara të mbajtura nga pjesëmarrësit. CSD quhet “CSD emetues” për letrat me vlerë për të cilat ofron shërbime noteriale.

“Shërbimi qendror i mirëmbajtjes” konsiston në rezervimin e letrave me vlerë në llogaritë e hapura në emër të mbajtësve të tyre. Ekzistojnë dy modele që dominojnë: modeli indirekt dhe modeli i direkt. Në modelin indirekt, investitorët mbajnë letra me vlerë në llogari me ndërmjetës financiarë, kryesisht kujdestarë. Në modelin direkt, letrat me vlerë mbahen drejtpërdrejt në llogaritë në CSD. Është e rëndësishme të theksohet se të drejtat pronësore të investitorëve në modelin indirekt mbrohen nëpërmjet futjes së letrave me vlerë në emër të tyre te një kujdestar. Numri i

ndërmjetësuesve në zinxhirin e pronësisë nuk është teorikisht i kufizuar, duke theksuar rëndësinë e mbrojtjes së të drejtave pronësore për të zbutur rreziqet.

CSD-të gjithashtu luajnë rol në integrimin e tregjeve financiare duke krijuar lidhje ndërmjet CSD-ve. Këto lidhje u mundësojnë pjesëmarrësve të tregut të kenë qasje në letrat me vlerë të emetuara në juridiksione të tjera. Krijimi i lidhjeve të tilla nga “investitor i CSD-së” në “emetues të CSD-së” i mundëson investitorit të CSD-së të bëhet pjesëmarrëse në emetuesin e CSD-së. Në këtë mënyrë, investitor i CSD-së ua mundëson pjesëmarrësve të saj të kenë qasje në letra me vlerë të ndryshme nga ato për të cilat ai vetë kryen funksionin noterial.

Strukturat e pronësisë dhe qeverisjes së CSD-ve ndryshojnë nga një vend në tjetrin, të ndikuar nga faktorë historik, rregullator dhe specifik të tregut. Në shumë vende, CSD-të janë krijuar historikisht nga autoritetet kombëtare financiare siç janë banka qendrore ose Ministria e Financave. Megjithatë, pas pas heqjes së rregulloreve për tregjet financiare në vitet 1980-1990, shumica e CSD-ve evropiane janë kthyer në subjekte private, shpesh të kontrolluara nga bursat.⁴⁵ Megjithatë, pronësia e qeverisë mbi CSD-të ekziston në Bosnje dhe Hercegovinë, Bullgari dhe Kroaci, ndërsa pronësia e bankës qendrore ekziston në Hungari, Kazakistan, Moldavi dhe Mal të Zi. Disa banka qendrore në BE ende menaxhojnë një CSD të specializuar për çështjet e qeverisë: Banka Kombëtare e Belgjikës,⁴⁶ Banka Kombëtare Bullgare,⁴⁷ dhe Banka e Shqipërisë.⁴⁸

Është interesante të theksohet se në disa juridiksione (p.sh., Kroaci dhe Serbi), CSD nuk është vetëm një CSD dhe SSS për letrat me vlerë të pranuar për tregtim në një vend tregtimi, por është gjithashtu regjistër për të gjitha letrat me vlerë.

Krijimi dhe funksionimi i një SSS efikase dhe të sigurt kërkon jo vetëm infrastrukturën e duhur teknike, por edhe një kornizë të fuqishme ligjore dhe rregullatore. SSS-të funksionojnë në kuadër të një kornize ligjore që përfshinë fusha të ndryshme të ligjit, duke përfshirë ligjin e kontratave, ligjin e shoqërive tregtare, ligjet e falimentimit dhe paaftësisë paguese, ligjet e kujdestarisë dhe ligjet e pronës. Këto dispozita ligjore janë të nevojshme për të mbështetur parimet dhe funksionimin thelbësor të SSS-ve, duke garantuar zbatueshmërinë e kontratave, mbrojtjen e të

⁴⁵ Për informacion mbi pronësinë e CSD-ve shih <https://ecsd.eu/facts>

⁴⁶ Shih <https://www.nbb.be/en/payments-and-securities/securities-settlement-system-nbb-sss>

⁴⁷ Shih <https://www.bnb.bg/FiscalAgent/FAServiceSystemDCK/FABNBGSSS/FAESROTINTRO/index.htm>

⁴⁸ Në Shqipëri, letrat me vlerë joqeveritare trajtohen nga ALREG (<https://alreg.com.al/?lang=en>)

drejtave pronësore dhe trajtimin e letrave me vlerë në rast paaftësie pagueuse ose falimentimi. Korniza ligjor gjithashtu mbështet ruajtjen, transferimin dhe regjistrimin e letrave me vlerë.

Bazuar në Ligjin 04/L-155, BQK-ja ka zbatuar një CSD dhe SSS për të ofruar funksionalitetin e nevojshëm për mbështetjen e operacionet e Qeverisë për borxhin e brendshëm. Këto sisteme janë të lidhura ngushtë me sistemet e ankandeve për tregun primar dhe janë të integruara me Sistemin e Shlyerjes Bruto në Kohë Reale (SSHBKR) për të mundësuar DvP për transaksionet e letrave me vlerë. Përdorimi i aseteve të bankës qendrore për shlyerje synon të minimizojë rrezikun në procesin e shlyerjes.

Siç përshkruhet në Seksionin 1.1., BQK-së tashmë i lejohet të menaxhojë një CSD dhe SSS për të gjitha llojet e letrave me vlerë. Prandaj, një skenar i tillë nuk do të kërkonte ndërhyrje legislative, megjithëse do të kërkonte organizim të kujdesshëm për të siguruar që procesi mbikëqyrës të kryhet në mënyrë të pavarur dhe pa presione të panevojshme nga njësi organizative përgjegjëse për sistemet. Si qasje alternative, Neni 71 i Ligjit për BQK-në i hap rrugë krijimit të një subjekti juridik të veçantë për kryerjen e kliringut dhe shlyerjes së letrave me vlerë duke autorizuar BQK-në që të ketë një pjesë të pronësisë ose të marrë pjesë në forma tjera në çdo organizatë që është e angazhuar në aktivitete që kërkohen ose që janë të dobishme për kryerjen e duhur të detyrave dhe përgjegjësi të BQK-së.

Zgjerimi i fushëveprimit të infrastrukturës ekzistuese në BQK është opsioni më pragmatik. Kjo shihet si hap praktik për të lehtësuar rritjen e tregut të kapitalit të Kosovës pa imponuar kosto të tepërta për BQK-në apo pjesëmarrësit e tregut privat në fazat e hershme. Kjo qasje duhet të plotësohet me mbikëqyrje të qartë rregullatore dhe mbikëqyrëse për të siguruar integritetin dhe stabilitetin e infrastrukturës së tregut. Me maturimin e tregut, Kosova mund të eksplorojë mundësitë për përfshirjen e sektorit privat në ofrimin e këtyre shërbimeve. Opsioni për të ndarë CSD-në dhe SSS-në nga BQK-ja në një subjekt juridik të veçantë shihet si i dyti më i mirë në këtë fazë, sepse do të kërkonte ndërhyrje të rëndësishme në sistemin ekzistues në lidhje me ndarjen e sistemit të pagesave dhe platformës së ankandit të obligacioneve të qeverisë CSD dhe SSS. Krijimi i një CSD-je dhe SSS-je të veçantë për letrat me vlerë joqeveritare nuk është opsion i zbatueshëm për shkak të kostove të larta të krijimit dhe mirëmbajtjes.

6.3. Krijimi i Bursës së Letrave me Vlerë

Një prej strukturave më elementare përfshinë Tregun Jashtë Bursës (OTC)⁴⁹. Ky lloj tregtimi dypalësh pa një shkëmbim qendror mund të jetë i mjaftueshëm për të mbështetur një treg për obligacione. Megjithatë, për të lehtësuar tregtimin, zakonisht krijohen vende tregtare për letrat me vlerë. Për shembull, tregjet e obligacioneve mund të zhvillohen gjithashtu nëpërmjet platformave të specializuara të quajtura lehtësira të organizuara tregtare (OTF)⁵⁰. Në anën tjetër, tregtimi në aksione tradicionalisht kërkon një platformë shumëpalëshe, e cila mund të jetë një treg i rregulluar ose një strukturë shumëpalëshe tregtare (MTF)⁵¹. Kompanitë me letra me vlerë të tregtuara në tregje të rregulluara i nënshtrohen një niveli më të lartë të transparencës. Gjithashtu, tregjet e rregulluara i nënshtrohen një nivel më të lartë të transparencës para tregtisë dhe pas tregtisë së MTF-të.

Aktualisht, BQK-ja menaxhon një platformë tregtare për obligacionet shtetërore. Pavarësisht punës për hartimin e legjislacionit, është e nevojshme të analizohet nëse do të duhet të regjistrohet si OTF dhe nëse do të jetë e mundur të zhvillohet më tej për të përfshirë instrumentet e borxhit korporativ. Duhet të theksohet se fondet pensionale në Kosovë, për shembull, nuk lejohen të investojnë në letra me vlerë që nuk janë të listuara në bursat e licencuara të letrave me vlerë. Ky është pothuajse gjithmonë rasti edhe për lloje të tjera të investitorëve institucionalë, siç janë fondet investuese. Duke pasur parasysh këtë kërkesë, tregtimi në Tregun Jashtë Bursës (OTC) ose regjistrimi i një platforme tregtimi si OTF mund të mos jetë i mjaftueshëm për të siguruar tregtueshmërinë dhe mund të bëhet e nevojshme të krijohet një treg i rregulluar plotësisht (bursë e letrave me vlerë). Megjithëse obligacionet e korporatave tregtohen zakonisht në Tregun Jashtë Bursës (OTC) ose në

⁴⁹ Tregtia OTC (jashtë tregut të rregulluar) në këtë kontekst i referohet një tregu të decentralizuar në të cilin pjesëmarrësit e tregut tregtojnë letra me vlerë drejtpërdrejt ndërmjet dy palëve (në mënyrë dypalëshe) dhe pa një shkëmbim qendror ose ndërmjetës.

⁵⁰ OTF (instrument i organizuar i tregtimit) është një sistem shumëpalësh në të cilin interesat e blerjes dhe shitjes në instrumente financiare të ndryshme nga aksionet janë në gjendje të ndërveprojnë në sistem në një mënyrë që rezulton në kontratë (shih MiFID II nenin 4(1)(23)). Thjesht, është një platformë tregtimi zakonisht e menaxhuar nga shoqëria të mëdha investuese ose banka. Dallimi kryesor në krahasim me një bursë të rregulluar ose MTF është se menaxheri i tyre ka diskrecion lidhur me qasjen dhe vendimet tregtare.

⁵¹ MTF (instrument i tregtimit shumëpalësh) është një sistem shumëpalësh i cili bashkon shumë interesa të palëve të treta për blerje dhe shitje në instrumente financiare në sistem dhe në përputhje me rregulla jodiskrecionale (shih MiFID II nenin 4(1)(23)). Thjesht, MTF-të janë shumë të ngjashme me tregjet e rregulluara, por me vlerë me standarde më të ulëta pranimit dhe transparence. Ato mund të menaxhohen nga një shoqërie investuese ose bankë, jo vetëm një operator i licencuar i këmbimit. Vendet alternative të tregtimit si MTF-të janë bërë të njohura gjerësisht dhe kanë marrë një pjesë të madhe të pjesëmarrjes së tyre në treg nga bursat tradicionale.

OTF dhe jo në bursat e letrave me vlerë, emetuesit që synojnë investitorët institucionalë shpesh zgjedhin një listim formal në mënyrë që të përshtaten me kërkesat e investitorëve të tyre të mundshëm. Gjithashtu, listimi në bursë të letrave me vlerë siguron një nivel më të lartë transparence pasi letrat me vlerë të listuara janë nën kompetencën e TD-së.

Sa i përket krijimit të një tregu të pavarur të rregulluar të aksioneve, bazuar në statusin aktual të tregjeve të letrave me vlerë dhe në përvojën në tregjet tjera, nuk rekomandohet krijimi i një burse kosovare në këtë fazë. Nuk ka gjasa që të ketë aktivitet të mjaftueshëm për ta bërë shkëmbimin të qëndrueshëm në kohën e parashikueshme. Për të vlerësuar potencialin për tregtimin e aksioneve, është bërë një analizë me mbështetjen e të dhënave të ofruara nga Agjencia e Regjistrimit të Bizneseve të Kosovës në mostrën e të gjitha shoqërive aksionare aktive në Kosovë. Rezultatet tregojnë se nga 261 shoqëri aksionare aktive, vetëm katër kanë më shumë se njëqind aksionarë. Pesëmbëdhjetë kompani kanë nga 10 deri në 100 aksionarë, ndërsa pjesa dërrmuese e tyre – 242 shoqëri aksionare – kanë më pak se dhjetë aksionarë. Nëse përdorim numrin e aksionarëve si përafres për tregtimin e pritshëm, shifrat padyshim nuk e mbështesin qëllimin e krijimit të një burse. Struktura e përqendruar e pronësisë së kompanive në Kosovë është rezultat i strategjisë së privatizimit e cila nuk ka përfshirë privatizimin masiv dhe pronësinë relativisht të re në kompanitë e sapoformuara. Sipas të dhënave në dispozicion, rreth 500 kompani janë privatizuar në Kosovë që nga fillimi i procesit të privatizimit dhe përgjithësisht konsiderohet se procesi i privatizimit është në fazën përfundimtare.⁵²

Alternativat për tregtimin e aksioneve mund të përfshijnë MTF-të ose listimin në një nga bursat rajonale. Për t'u listuar në një bursë në BE ose për të lëshuar publikisht një letër me vlerë, një kompani duhet të përgatisë një prospekt që do të miratohet nga rregullatori në një shtet anëtar të BE-së. Është vendosur një regjim specifik për emetimin dhe listimin e letrave me vlerë nga vendet jashtë BE-së. Neni 29 i PR-së thekson se një prospekt për një ofertë të letrave me vlerë për publikun ose për pranim për tregtim në një treg të rregulluar duhet të miratohet nga autoriteti rregullator i një shteti anëtar. Më tej, ai thekson se miratimi mund të jepet me kusht që kërkesat e informacionit të vendosura nga ligjet e vendit jashtë BE-së të jenë të barabarta me kërkesat sipas PR-së dhe se ekzistojnë marrëveshje bashkëpunimi ndërmjet dy vendeve. Vendimet e ekuivalencës për kërkesat

⁵² Shih Mustafa, M. et al., "Privatizimi dhe Post-Privatizimi në Kosovë: Gota gjysmë bosh apo gjysmë e mbushur?", shtator 2008

e informacionit miratohen nga Komisioni Evropian. Rregullat në lidhje me pranimin për tregtim në një MTF-je nuk ekzistojnë në nivel të BE-së dhe ato mund të jenë më pak të rrepta.

Si përfundim, prioritizimi i zgjerimit të platformës ekzistuese të tregtimit për obligacionet e qeverisë për të përfshirë obligacionit korporative duket të jetë mënyra më praktike për të promovuar rritjen e tregut të kapitalit të Kosovës në mënyrë të qëndrueshme. Duke u fokusuar në zgjerimin e platformës ekzistuese, Kosova mund të riorganizojë përpjekjet e saj, të optimizojë burimet në dispozicion dhe të përmbushë nevojat specifike të tregut të saj të kapitalit. Kjo qasje është në përputhje me kushtet aktuale të tregut dhe ofron një bazë për zhvillimin e ardhshëm. Ajo gjithashtu minimizon rreziqet që lidhen me krijimin e një burse të re para se të ketë kërkesë adekuate dhe aktivitet tregtar.

6.4. Krijimi i Skemës së Kompensimit të Investitorëve

Direktiva e BE-së 97/9/EC kërkon që shtetet anëtare të prezantojnë një ose më shumë skema të kompensimit të investimeve. Skemat e kompensimit të investitorëve ofrojnë mbulim kur një shoqëri e investimit nuk është në gjendje të kthejë paratë ose instrumentet financiare që u detyrohen ose u përkasin investitorëve dhe të mbajtura në emër të tyre në lidhje me biznesin e investimeve. Skema do të sigurojë mbulim jo më pak se 20,000.00 euro.

Një skemë e tillë luan rol vendimtar në rrënjosjen e besimit tek investitorët, veçanërisht në tregjet në zhvillim, duke ofruar një rrjet sigurie dhe mbrojtje në rast të dështimit të shoqëritë të investimeve. Ekzistenca e skemës së kompensimit të investitorëve mund të zbusë skandalet e mundshme të hershme që përndryshe mund të pengojnë zhvillimin e tregut të kapitalit.

Sa i përket vendndodhjes optimale të skemës, modele të ndryshme përdoren në tërë BE-në, duke përfshirë institucionet publike, menaxhimin privat ose një kombinim të pronësisë publike dhe private. Zgjedhja e strukturave të pronësisë dhe menaxhimit duhet të përputhet me kontekstin dhe nevojat specifike të Kosovës. Përfundimisht, zgjedhja e vendndodhjes optimale duhet të marrë parasysh faktorët siç janë kapaciteti dhe aftësia e institucioneve të përfshira, korniza rregullator ekzistues dhe niveli i besimit dhe sigurisë në ekosistemin e tregut të kapitalit.

Tabela 12: Pronësia dhe struktura e skemave të kompensimit të investitorëve

Lloji i pronësisë dhe menaxhimit	Vendet
Menaxhohet dhe administrohet privatisht nga institucionet pjesëmarrëse	Austri, Finlandë, Greqi, Itali, Luksemburg, MB
Institucion publik duke përfshirë bankat qendrore dhe rregullatorët	Belgjikë, Francë, Gjermani, Holandë, Portugalia, Spanjë, Suedia, Qipro, Republikë Çeke, Hungari, Letoni, Lituani, Slloveni
Të përziera publike dhe private	Danimarkë, Irlandë, Kroaci (CSD), Maltë, Poloni (CSD), Sllovaki

Burimi: Raporti për Komisionin Evropian, “Përshkrimi dhe vlerësimi i skemave kombëtare të kompensimit të investitorëve të krijuara në përputhje me Direktivën 97/9/EC, janar 2005

Një tjetër veçori interesante është raporti ndërmjet kompensimit të investitorëve dhe skemës së sigurimit të depozitave. Përsëri, zgjidhjet ndryshojnë nëpër shtete. Është interesante të theksohet se brenda kategorisë së vendeve ku të dyja skemat menaxhohen nga i njëjti subjekt, në disa juridiksione ato menaxhohen si dy grupe të veçanta ndërsa të tjerat përdorin të njëjtin grup fondeve për të dy llojet e pretendimeve.

Tabela 13: Raporti i skemës së kompensimit të investitorëve dhe skemës së sigurimit të depozitave

Të dyja skemat operohen nga i njëjti subjekt	Qipro, Estoni, Lituani, Maltë, Austri, Danimarkë, Finlandë, Francë, Gjermani, Luksemburg, Holandë, Suedi, MB
Menaxhohen veçmas	Republikë Çeke, Hungari, Letoni, Poloni, Sllovaki, Slloveni, Kroaci, Greqia, Portugalia, Spanja

Burimi: Raporti për Komisionin Evropian, “Përshkrimi dhe vlerësimi i skemave kombëtare të kompensimit të investitorëve të krijuara në përputhje me Direktivën 97/9/EC, janar 2005

Rekomandohet që të bëhet zgjerimi i përgjegjësive të Fondit të Sigurimit të Depozitave të Kosovës për të përfshirë një skemë të kompensimit të investitorëve. Kjo është një qasje praktike, duke marrë parasysh kosto-efektivitetin dhe efikasitetin administrativ që ofron. Kjo qasje do të kërkonte ndryshime në Ligjin Nr. 03/L-216 për Themelimin e Sistemit të Sigurimit të Depozitave për Institucionet Financiare në Kosovë. Megjithatë, kjo është një ndërhyrje më e vogël legislative sesa krijimi i një subjekti të ri. Nëse zgjidhet opsioni i një subjekti të vetëm drejtues, duhet të merret një

vendim nëse do të përdoret i njëjti grup fondesh për të dy llojet e pretendimeve apo do të menaxhohen si grupe të veçanta. Ndonëse përdorimi i të njëjtit grup të mjeteve mund të ndihmojë në financimin e skemës së kompensimit të investitorëve në fazat e saj të hershme, rekomandohet përdorimi i grupeve plotësisht të ndara për të siguruar një dallim të qartë të burimeve të financimit dhe detyrimeve të mundshme. Cilido qoftë opsioni i zbatuar, rekomandohet të ruhet një nivel i barabartë i mbrojtjes në terma monetarë për klientët e kompanive të pavarura të investimeve dhe klientët e ndërmjetësimit të bankave. Për shkak se niveli minimal i mbrojtjes së depozitave bankare në BE është shumë më i lartë se niveli minimal i mbrojtjes që ofrohet në skemat e kompensimit të investitorëve, mospërfillja e këtij fakti mund t'i vendosë ndërmjetësuesit e pavarur në një pozitë të pafavorshëm në krahasim me bankat kur paratë e paguara nga klientët e bankave në llogarinë e tyre speciale të ndërmjetësimit për qëllimin e kryerjes së një shërbimi të investimit (p.sh. blerjen e obligacioneve) mbulohen nga skema e sigurimit të depozitave.

6.5. Struktura e Kornizës Rregullatore të Tregut të Kapitalit

Korniza e tregut të kapitalit duhet të paktën të përbëhet nga:

- Rregullorja për tregun për instrumentet financiare dhe ndërmjetësuesit financiarë, duke përfshirë vendet e tregimit dhe skemën e kompensimit të investitorëve
- Rregullorja për emetimet publike të letrave me vlerë
- Rregullorja për kërkesat për transparencë për emetuesit
- Rregulloret për abuzimin e tregut
- Çështjet themelore që lidhen me CSD-të dhe SSS-të

Është e mundur që të gjitha temat e renditura më sipër të grumbullohen në një ligj, për shembull Ligjin për Tregjet e Kapitalit. Përparësia kryesore e kësaj qasjeje është se do të mundësonte miratimin e njëkohshëm të një pakete gjithëpërfshirëse të rregulloreve që lidhen me tregjet e kapitalit. Ka dy mangësi në këtë qasje. E para është se për shkak të ndryshimeve të vazhdueshme të legjislacionit për tregjet e kapitalit në nivel të BE-së, mbajtja e paketës së përditësuar me acquis të BE-së kërkon ndryshime të shpeshta të ligjit. E meta e dytë është se disa përkufizime të të njëjtit term mund të jenë paksa të ndryshme në pjesë të ndryshme të legjislacionit të BE-së, gjë që mund të krijojë konfuzion në leximin e tekstit të konsoliduar. Një qasje alternative është miratimi i dy ose tri ligjeve të ndryshme

(p.sh. Ligji për Tregjet e Kapitalit, Ligji për Emetimin e Letrave me Vlerë dhe Kërkesat e Transparencës, Ligji për Parandalimin e Abuzimit të Tregut). Vendimi është thjesht teknik dhe këtu sugjerohet të zgjidhet një tekst i konsoliduar.

6.6. Struktura e Kornizës Rregullatore të Fondeve të Investimeve

Korniza për fondet e investimeve mund të konceptohet si një ligj i vetëm për fondet e investimeve, që përfshin si UCITS ashtu edhe AIF, ose si dy ligje të veçanta. Për shkak se qasja për rregullimin e dy kategorive në BE është shumë e ndryshme, sugjerohet që të ndiqet qasja e BE-së dhe të miratohen ligje të veçanta. Përfitimi kryesor i kësaj qasjeje është se do të bëjë dallim të qartë ndërmjet fondeve të UCITS-së nga fondet alternative dhe do të mundësojë një rregullim më të lehtë për menaxherët e fondeve të investimeve alternative. Në praktikë, vendimi më i rëndësishëm për t'u marrë është ai që ka të bëjë me rregullimin e AIFM-ve me asetet nën menaxhim nën pragun e AIFMD-së. Neni 3 i AIFMD-së mundëson dy opsione: njëri është që thjesht të kërkoet regjistrimi i AIF-ve dhe strategjive të tyre të investimit pranë autoriteteve rregullatore; tjetri është miratimi i legjislacionit kombëtar më të rreptë. Për shkak se tregu nuk ekziston për momentin në Kosovë, sugjerohet që të ndiqet opsioni i dytë dhe të miratohen një sërë rregullash minimale për qeverisjen e AIFM-ve dhe politikën e investimeve të llojeve të caktuara të AIF-ve (p.sh., kapitali privat, kapitali sipërmarrës, pasuritë e paluajtshme). Megjithatë, kërkoet një qasje e kujdesshme në mënyrë që të mos mbingarkohen AIFM-të me kërkesat që zakonisht kërkoen për menaxhuesit e mjeteve të mëdha që shpërndajnë fonde për klientët e vegjël.

7. KONKLUZIONET DHE HAPAT E MËTEJSHËM

7.1. Baza për Hartim Ligjor

MFPT, si sponsor i këtij Koncept Dokumenti, i rekomandon Qeverisë së Republikës së Kosovës që të miratojë Opsionin 3, i cili propozon krijimin e një kornize gjithëpërfshirëse rregullatore për tregjet e kapitalit në Kosovë.

Nëse ndiqet propozimi sipas Opsionit 3, ndryshimet e sugjeruara të Ligjit Nr. 06/L-016, Ligji i ri për Tregjet e Kapitalit, Ligji për Fondet e Investimeve të Ofruara Publikisht që Investojnë në Letra me Vlerë të Transferueshme dhe Ligji për Fondet e Investimeve Alternative, do të krijojnë një mjedis të favorshëm për zhvillimin e tregjeve të kapitalit në Republikën e Kosovës, duke çuar përfundimisht në qasjen e lehtë të bizneseve në financime afatgjata përmes tregjeve të kapitalit, rritjes së investimeve, inovacionit dhe punësimit.

Pas miratimit të Opsionit 3 të këtij Koncept Dokumenti, MFPT do të ndërmarrë procedurat e nevojshme për hartimin e ligjeve të nevojshme dhe ndryshimin e ligjeve ekzistuese në përputhje me objektivat dhe opsionet e politikave të paraqitura në Seksionet 2 dhe 3 të Koncept Dokumentit.

7.2. Vlerësimi i Ardhshëm

Pas miratimit të Koncept Dokumentit nga Qeveria e Republikës së Kosovës, do të duhet të merren vendimet që rrjedhin nga Koncept Dokumenti për të funksionuar. Aktivitetet e ardhshme të vlerësimit do të vlerësojnë nivelin e përfundimit të aktiviteteve të përcaktuara në planin e zbatimit. MFPT do të jetë përgjegjëse për vlerësim dhe raportim.

SHTOJCA 1: Rishikimi i Procedurave të Vazhdueshme⁵³

- Direktiva 2014/65/EU (MiFID II):
 - COD 2022/0405: qëllimi i iniciativës është të lehtësojë kërkimin e sponsorizuar nga emetuesi për NVM-të, të rrisë pragun e kapitalizimit të tregut të NVM-ve nga 1 miliard euro në 10 miliardë euro, të sqarojë se një segment i një MTF-je mund të regjistrohet si rritje e tregut të NVM-ve dhe mbulojnë kushtet për pranimin e aksioneve për tregtim në një treg të rregulluar.
 - COD 2021/0384: iniciativa lidhet me standardet e reja të cilësisë së të dhënave të miratuara në MiFIR, rolin raportues të brendshëm sistematik, klasifikimin e ekzekutimit më të mirë, aktivizimin e mekanizmave të krijuar për të kufizuar paqëndrueshmërinë e tepërt në tregje dhe parametrat që lidhen me menaxhimin e rrezikut në tregjet e derivateve të mallrave
- Rregullorja (BE) 596/2014 (MAR) dhe Direktiva 2014/57/BE (CSMAD):
 - COD 2022/0411: Masat e propozuara synojnë të thjeshtojnë regjimin e shpalosjes së MAR për të zvogëluar pasigurinë ligjore për atë që përbën informacion të brendshëm për qëllimin e shpalosjes, si dhe për kohën e zbulimit, dhe për ta bërë regjimin e sanksionimit për shkeljet e lidhura me shpalosjen e MAR më proporcional për NVM-të në mënyrë që të shmanget dekurajimi i emetuesve më të vegjël nga listimi ose mbetjen në listë.
- Rregullorja (BE) 2017/ 1129 (CSDR):
 - COD 2022/411: Propozimi synon të rishikojë Rregulloren e Prospektit për ta bërë më të lehtë dhe më të lirë për emetuesit hartimin e një prospekti, ndërkohë që u mundëson investitorëve të marrin vendimin e duhur për investimin duke ofruar informacion të kuptueshëm, të lehtë për t'u analizuar dhe konciz. Po ashtu synon ta bëjë më të lehtë për NVM-të të mbledhin fonde në tregjet publike.
 - COD 2023/0166: Ndryshimi i PR-së në kuadër të nismës për modernizimin e dokumentit kryesor të informacionit (KID).
- Direktiva 97/9/EC (Skemat e Kompensimit të Investitorëve): Nuk ka procedura të vazhdueshme. Komisioni Evropian miratoi një propozim për ndryshimin e direktivës në

⁵³ Që nga 25 tetori 2023, Observatori Legjislativ i BE-së, <http://www.europarl.europa.eu/oeil/home/home.do>

korrik të vitit 2010, por propozimi u tërhoq në mars të vitit 2015 për shkak mosarritjes së progresit në negociatat ndërmjet Parlamentit Evropian dhe Këshillit të Bashkimit Evropian.

- Direktiva (EU) 2019/2034 (IFD) dhe Rregullorja (BE) 2019/2033 (IFR):
 - COD 2022/0404: Ndryshimi i IFD-së sa i përket trajtimit të rreziqeve të koncentrimin ndaj CCP-ve dhe rrezikut të palës tjetër në transaksionet derivative të shlyera nga qendra.
- Rregullorja (BE) 909/ 2014 (CSDR)
 - COD 2022/0074: Propozimi synon të minimizojë pengesat për shlyerjet ndërkufitare, të lehtësojë qasjen e CSD-ve në shërbimet ndihmëse të tipit bankar duke lejuar CSD-të me licencë bankare të ofrojnë shërbime të tilla për CSD-të e tjera, dhe të qartësojë disa elemente që lidhen me disiplinën e shlyerjes dhe të rishikojë afatin kohor të zbatimit për blerjet e detyrueshme.
- Direktiva 98/26/EC (SFD):
 - COM (2023)0345: Rishikimi i përfundimit të shlyerjes në pagesat dhe shlyerjes së letrave me vlerë është në fazën përgatitore në Parlamentin Evropian.
 - COD 2018/0044: Qëllimi është krijimi i rregullave të përbashkëta të konfliktit të ligjeve që përcaktojnë se cili ligj kombëtar zbatohet për efektet e palëve të treta të transferimit të kërkesave. Dokumenti konkludon se SFD nuk ka nevojë të ndryshohet për momentin.
 - COD 2023/0209: Ndryshimet në SFD në lidhje me Direktivën e rishikuar për Shërbimet e Pagesave
- Direktiva 2002/47/EC (FCD)
 - COM (2023)0345: Rishikimi i përfundimit të shlyerjes në pagesat dhe shlyerjes së letrave me vlerë është në fazën përgatitore në Parlamentin Evropian.
 - COD 2018/0044: Qëllimi është krijimi i rregullave të përbashkëta të konfliktit të ligjeve që përcaktojnë se cili ligj kombëtar zbatohet për efektet e palëve të treta të transferimit të kërkesave. Dokumenti diskuton nëse ndryshimet e FCD-së janë të nevojshme kur kërkesat kreditore përdoren nën kolateral financiar sipas FCD-së.
 - COD 2021/0296: Ndryshimi i FCD-së është planifikuar brenda një plani më të gjerë të krijimit të një kornize evropiane për rikuperimin dhe zgjidhjen e ndërmarrjeve të sigurimit dhe risigurimit.

- Direktiva 2009/65/EC (Direktiva për UCITS)
 - COD 2021/0376: Qëllimi është të eliminohen dyfishimet e raportimit joefikas që mund të ekzistojnë sipas pjesëve të ndryshme të legjislacionit të BE-së dhe atij kombëtar, të sigurohet një grup minimal i harmonizuar i mjeteve të menaxhimit të likuiditetit, të hapet mundësia për të caktuar një depozitues në një shtet tjetër anëtar, të mundësohet funksionimi më i qetë i zinxhirit të ruajtjes kur mjetet e fondit mbahen nga një CSD dhe të përmirësohen rregullat për delegim.
 - COD 2018/0171: Ndryshimi i Direktivës për UCITS është planifikuar në kuadër të një nisme më të gjerë për të krijuar një kornizë për letrat me vlerë të mbështetura nga obligacionet sovrane.
- Direktiva 2011/61/BE (AIFMD)
 - COD 2021/0376: Qëllimi është që të përcaktohen rregullat e përbashkëta për fondet me origjinë nga kreditë, të eliminohen dyfishimet e raportimit joefikas që mund të ekzistojnë sipas pjesëve të ndryshme të legjislacionit të BE-së dhe atij kombëtar, të sigurohet një grup minimal i harmonizuar i mjeteve të menaxhimit të likuiditetit, të hapet mundësia për të caktuar një depozitues në një shtet tjetër anëtar, të mundësohet funksionimi më i qetë i zinxhirit të ruajtjes kur mjetet e fondit mbahen nga një CSD dhe të përmirësohen rregullat për delegim.
- Direktiva 2004/109/EC (Direktiva për Transparencë)
 - COD 2021/0379: Ndryshimi i Direktivës së Transparencës është planifikuar në kuadër të një nisme më të gjerë për të krijuar një pikë të vetme qasjeje evropiane (ESAP) për informacionin e publikuar nga subjektet që kanë lidhje me tregjet e kapitalit, shërbimet financiare dhe financim të qëndrueshme.
- Direktiva 2004/25/EC për ofertat e blerjes
 - COD 2021/0296: Ndryshimi i Direktiva 2004/25/ EC është planifikuar në kuadër të një nisme më të gjerë të krijimit të një kornize evropiane për rikuperimin dhe zgjidhjen e ndërmarrjeve të sigurimit dhe risigurimit.

SHTOJCA 2: Rishikimi Përmbledhës i Vlerësimeve të Ndikimit në Nivel të BE-së

- Direktiva 2014/65/BE (MiFID II)⁵⁴: Vlerësimi i ndikimit të MiFID II nxori në pah një sërë problemesh që lidhen me evoluimin e strukturave dhe teknologjive tregtare dhe rregullimin e pamjaftueshëm të pjesëmarrësve, produkteve ose shërbimeve të caktuara. Si pasojë, u identifikuan problemet në vijim: vështirësi për NVM-të në qasjen në tregjet e kapitalit, fusha e pabarabartë e lojës ndërmjet pjesëmarrësve në treg, mungesa e transparencës për pjesëmarrësit dhe rregullatorët, dhe kompetenca të pamjaftueshme për rregullatorët në fusha të caktuara. Objektivat e përgjithshme të MiFID II janë që të forcojë besimin e investitorëve, të zvogëlojë rreziqet e çrregullimit të tregut, të reduktojë rreziqet sistematike, të rrisë efikasitetin e tregjeve financiare dhe të reduktojë kostot e panevojshme për pjesëmarrësit. Objektivat specifike të saj janë që të sigurojnë një fushë loje të barabartë mes pjesëmarrësve të tregut, të rrisë transparencën e tregut për pjesëmarrësit e tregut dhe rregullatorët, të rrisë mbrojtjen e investitorëve dhe të adresojë mangësitë organizative dhe marrjen e tepruar të rrezikut ose mungesën e kontrollit nga shoqëritë e investimeve dhe pjesëmarrësit e tjerë të tregut.
- Rregullorja (BE) 596/2014 (MAR) dhe Direktiva 2014/57/BE (CSMAD)⁵⁵: Direktiva kundër Abuzimit të Tregut, në funksion para miratimit të MAR dhe CSMAD synonte të rriste besimin e investitorëve dhe integritetin e tregut duke ua ndaluar atyre që të posedojnë informacion të brendshëm nga tregtimi i instrumenteve financiare të ndërlidhura (“tregtimi i brendshëm”) dhe duke ndaluar manipulimin e tregjeve nëpërmjet praktikave siç janë shpërndarja e informacionit të rremë ose thashethemeve të dhe zhvillim i tregtisë që siguron çmime në nivele jonormale (“manipulim tregu”). Megjithatë, u identifikuan një sërë problemesh që çuan në miratimin e MAR dhe CSMAD. Së pari, u identifikuan boshllëqe në rregullimin e tregjeve të reja, platformave dhe instrumenteve Tregut Jashtë Bursës (OTC). Për më tepër, tregtimi në tregjet e derivateve të mallrave rregullohej në mënyrë të pavarur nga efektet e tij në tregjet bazë të mallrave. Përveç kësaj, në shumë juridiksione, rregullatorët nuk kishin kompetenca për të zbuluar abuzimin e tregut, për shembull duke

⁵⁴ Shih dokumentin e Komisionit Evropian SEC(2011)1226, 20 tetor 2011

⁵⁵ Shih dokumentin e Komisionit Evropian SEC(2011)1218, 20 tetor 2011

marrë të dhënat ekzistuese të të regjistrimeve telefonike, ose duke sanksionuar kompetencat. Së fundi, disa diskrecione në MAD po krijojnë hapësirë për interpretim në zbatim praktik dhe imponuan barra administrative joproporcionale për emetuesit e vegjël. Duke marrë parasysh problemet e përmendur me sipër, objektivi i përgjithshëm i MAR është të rrisë integritetin e tregut dhe mbrojtjen e investitorëve përmes arritjes së objektivave specifik në vijim: sigurimit që rregullimi të jetë në hap me zhvillimet e tregut, sigurimit të zbatimit efektiv të rregullave dhe qartësisë më të madhe, ndërkohë që barra administrative reduktohet aty ku është e mundur, veçanërisht për NVM-të.

- Rregullorja (BE) 2017/1129 (PR)⁵⁶: Vlerësimi i ndikimit të Direktivës së Perspektivës, i përcaktuar para miratimit të PR-së, tregoi se kostot e pajtueshmërisë ishin shumë të larta, veçanërisht për NVM-të. Për më tepër, diferencimi i pamjaftueshëm dhe proporcionaliteti i kërkesave ndërmjet situatave specifike dhe emetuesve rezultoi në një barrë administrative të papërshtatshme dhe pengoi kompanitë nga qasja në tregjet e kapitalit. Së fundi, kohëzgjatja e prospekteve dhe fakti që ato shpesh hartoheshin me qëllim të adresimit të përgjegjësive të mundshme ligjore minuan mbrojtjen e investitorëve. Si rezultat, tregjet e kapitalit ishin jo tërheqës për shumë kompani, veçanërisht për NVM-të, si burim alternativ financimi. Objektivat e përgjithshme të PR-së janë të sigurojë që kompanitë kudo në BE mund të rrisin kapitalin në mënyrë efektive në tregjet financiare dhe se investitorët mund të investojnë në ato letra me vlerë që ata i konsiderojnë më të përshtatshmet për nevojat e tyre. Kjo duhet të ndihmojë në rritjen e investimeve, krijimin e vendeve të punës dhe rritjen në BE. Objektivat specifike të PR-së janë të zvogëlojë kostot e financimit, të arrijë më shumë konvergjencë në regjimet e shpalesjes në të gjithë shtetet anëtare, të përmirësojë qasjen në tregjet e kapitalit për NVM-të dhe kompanitë me kapitalizim tregu të reduktuar dhe të përmirësojë mbrojtjen e investitorëve në tregjet e kapitalit.
- Direktiva 97/9/EC (Skemat e Kompensimit të Investitorëve): Komisioni Evropian miratoi një propozim për ndryshimin e direktivës në korrik të vitit 2010, por propozimi u tërhoq në mars të vitit 2015 për shkak mosarritjes së progresit në negociatat ndërmjet Parlamentit Evropian dhe Këshillit BE-së.

⁵⁶ Shih dokumentin e Komisionit Evropian SWD(2015)255, 30 tetor 2015

- Direktiva (EU) 2019/2034 (IFD) dhe Rregullorja (BE) 2019/2033 (IFR)⁵⁷: IFD dhe IFR janë rezultat i vlerësimit të ndikimit të paketës së CRD-së dhe CRR-së që përbën kornizën aktual të kujdesit për shoqëritë e investimeve. Kjo kornizë ishte kryesisht i përshtatur për institucionet kreditore dhe nuk trajtonte në mënyrë eksplicite gjashtë nga tetë shërbimet e investimeve që shoqëritë e investimeve janë të autorizuar të kryejnë sipas MiFID II. Kjo krijoi tri probleme kryesore. Së pari, korniza e CRD/CRR-së ishte burim i një kompleksiteti të konsiderueshëm rregullator. Së dyti, ajo nuk ishte përshtatur ndaj rreziqeve të shkaktuara dhe të paraqitura nga shoqëritë e investimeve. Së fundi, kompleksiteti i saj çoi në fragmentimin e gjendjes rregullatore dhe arbitrazhit rregullator. Objektivat e propozimit janë të adresojë problemet e kornizës ekzistues duke lehtësuar marrjen dhe ndjekjen e biznesit nga shoqëritë e investimeve aty ku është e mundur. Në mënyrë të veçantë, ajo përcakton një kornizë të kujdesshme që përshtatet më mirë me modelet e tyre të biznesit, duke synuar më mirë rreziqet që ata në fakt paraqesin dhe pësojnë. Theksohet se sipas kornizës së re, shoqëritë e investimeve sistematike, një numër i të cilave janë identifikuar si globale, apo institucionet tjera të rëndësishme sistematike sipas nenit 131 të CRD-së duhet të jenë ende subjekt i kornizës së CRR/CRD-së.
- Rregullorja (BE) 909/2014 (CSDR)⁵⁸: Vlerësimi i raportit të ndikimit identifikon dy çështje kyçe: rreziqe më të larta dhe kosto më të larta për zgjidhjen ndërkufitare dhe kushte të pabarabarta për konkurrencën për shërbimet e CSD-së. Këto janë pasojat e një sërë faktorësh, duke përfshirë rregulla dhe praktika të ndryshme të tregut në lidhje me organizimin e shlyerjes në CSD të ndryshme, dhe barrierat për qasjen e emetuesve, CSD-ve të tjera dhe infrastrukturave të tjera të tregut për CSD-të. Objektivi strategjik i CSDR është të rrisë sigurinë, efikasitetin dhe kushtet e barabarta për shërbimet ndërkufitare të CSD-së. Objektivat operacionale përfshijnë përmirësimin e kornizës për zgjidhjen, paraqitjen e rregullave të qëndrueshme në të gjithë Evropën dhe heqjen e barrierave të qasjes në/nga CSD-të. CSDR gjithashtu përafron kornizën evropiane me standardet ndërkombëtare në këtë fushë.

⁵⁷ Shih dokumentin e Komisionit Evropian COM(2017)791, 20 tetor 2017

⁵⁸ Shih dokumentin e Komisionit Evropian SWD(2012)23, 7 tetor 2012

- Direktiva 98/26/EC (SFD): Qëllimi i SFD-së është të zbusë rreziqet sistematike që lidhen me sistemet e pagesave dhe të shlyerjes së letrave me vlerë në transaksionet e brendshme dhe ndërkufitare.
- Direktive 2002/47/EC (FCD)⁵⁹: Qëllimi i FCD-së është të krijojë një kornizë ligjore unike të BE-së për të kufizuar rrezikun kreditor në transaksionet financiare nëpërmjet ofrimit të letrave me vlerë dhe parave të gatshme si kolateral. Krijimi i një kornize ligjore të qartë dhe unike në të gjithë BE-së për përdorimin e kolateralit kontribuon në integrimin më të madh dhe efikasitetin e kostos së tregjeve financiare evropiane duke inkurajuar biznesin ndërkufitar dhe duke krijuar një treg financiar evropian më konkurrues.
- Direktiva 2009/65/EC (Direktiva UCITS)⁶⁰: Direktiva e UCITS-së trajton disa probleme të identifikuara në vlerësimin e ndikimit: barrierat për tregtimin e fondeve ndërkufitare, vështirësitë për të arritur ekonomitë e shkallës dhe një prospekt të thjeshtuar joefektiv. Objektivi i përgjithshëm i Direktivës së UCITS-së është që të gjithë akterët të mund të ushtrojnë të drejtat e tyre përkatëse të tregut të vetëm. Objektivat specifike janë promovimi i një industrie të fondeve efikase dhe inovative në një treg evropian plotësisht të integruar dhe ofrimi i mbrojtjes së duhur për investitorët.
- Direktiva 2011/61/BE (AIFMD)⁶¹: Miratimi i AIFMD-së rrjedh nga dy probleme të rëndësishme dhe të ndërlidhura. Së pari, për shkak se AIFM-të janë të rregulluara në nivel kombëtar, fragmentimi rregullator mund të pengojë rregullimin efektiv, mbikëqyrjen dhe kont rolin makro-prudenciale të AIFM-së duke mos marrë parasysh dimensionin ndërkufitar të aktiviteteve të tyre. Rreziqet përfshijnë rreziqet makro-prudenciale (sistematike), rreziqet mikro-prudenciale, rreziqet e mbrojtjes së investitorëve, rreziqet që lidhen me efikasitetin dhe integritetin e tregut dhe rreziqet që lidhen me kontrollin korporativ. Së dyti, mund të pengojë gjithashtu integrimin e tregut dhe zhvillimin e tregut të vetëm duke krijuar pengesa për shpërndarjen efikase ndërkufitare të produkteve të AIFM-së. Duke pasur parasysh këto mangësi në marrëveshjet ekzistuese, objektivi kryesor i AIFMD-së është të sigurojë një kornizë të qartë dhe të qëndrueshme për rregullimin dhe mbikëqyrjen e AIFM-ve në BE. Ky objektivi është plotësisht në përputhje me apelin e G20-

⁵⁹ Shih https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_01_464

⁶⁰ Shih dokumentin e Komisionit të Komuniteteve Evropiane SEC(2008)2263, 16 korrik 2008

⁶¹ Shih dokumentin e Komisionit të Komuniteteve Evropiane SEC(2009)576, 30 prill 2009

es për aranzhimet e duhura rregullatore dhe mbikëqyrëse për t'u zbatuar për të gjithë akterët e tregut të rëndësishëm sistematikisht. Objektivat specifike përfshijnë kërkesat e duhura për autorizim dhe regjistrim para se të operojnë në terë BE-në, monitorimin e përmirësuar të rreziqeve makro-prudenciale, menaxhimin e përmirësuar të rreziqeve mikro-prudenciale, një qasje të përbashkët për mbrojtjen e investitorëve, përgjegjshmëri më të madhe publike të AIFM-ve që investojnë dhe menaxhojnë kompanitë, dhe heqjen e barrierave për shpërndarjen efikase ndërkufitare të AIF-ve.

- Direktiva 2004/109/EC (Direktiva për Transparencë)⁶²: Objektivat e përgjithshme të Direktivës së Transparencës janë të vendosë një nivel transparence dhe informacioni në përpjesëtim me qëllimet e mbrojtjes së qëndrueshme të investitorëve dhe efikasitetit të tregut, si dhe të prezantojë kërkesat e transparencës në formën e informacionit të standardizuar në një pikë të caktuar (informacion periodik) ose informacion të vazhdueshëm. Objektivat specifike që lidhen me raportimin periodik përfshijnë përmirësimin e raportimit financiar vjetor, prezantimin e një përzierjeje politikash pragmatike të raportit financiar më të detajuar gjashtëmujor dhe informacionit financiar tremujor më pak kërkuar për tremujorin e parë dhe të tretë të një viti financiar, dhe prezantimin e raportimit financiar gjashtëmujor për emetuesit vetëm të letrave me vlerë të borxhit të cilët aktualisht nuk i nënshtrohen fare kërkesave për raportim të ndërmjetëm. Objektivat specifike që lidhen me informacionin ad hoc përfshijnë shpалosjen e vazhdueshme të ndryshimeve në aksionet e rëndësishme në emetuesit brenda afateve më strikte të shpалosjes. Qëllimi është të sigurohet mbrojtje e qëndrueshme për investitorë dhe funksionim i duhur i tregjeve financiare. Kjo duhet të çojë në heqjen përfundimtare të barrierave kombëtare për emetuesit që kërkojnë qasje në tregjet e rregulluara.
- Direktiva 2004/25/EC për ofertat e blerjes⁶³: Objektivat e Direktivës janë që të integrojë tregjet evropiane, të harmonizojë ristrukturimin korporativ, të forcojë sigurinë juridike të ofertave për blerje ndërkufitare në interes të të gjithë të interesuarve dhe të sigurojë mbrojtjen e aksionarëve të pakicës gjatë transaksioneve të tilla.

⁶² Shih dokumentin e Komisionit të Komuniteteve Evropiane SEC(2003)138, 26 mars 2003

⁶³ Shih dokumentin e Komisionit Evropian COM(2002)534, 2 tetor 2011

SHTOJCA 3: Përmbledhja e Vlerësimeve të Kryera në Nivel të BE-së

- Direktiva 2014/65/EU (MiFID II):
 - Raporti i Rishikimit MiFID II/MiFIR Nr. 1 për zhvillimin e çmimeve për të dhënat para dhe pas tregtisë dhe në sistemin e konsoliduar për instrumentet e kapitalit neto:⁶⁴
 - AELVT zbuloi se MiFID II nuk e ka përmbushur objektivin e tij për të ulur çmimin e të dhënave të tregut. Ndërsa duket e parakohshme të konkludohet se qasja e shtuar në transparencë duhet të zëvendësohet nga një qasje alternative, AELVT e konsideron se mënyra më e përshtatshme përpara do të ishte të punohet në udhëzime mbikëqyrëse për të përmirësuar përdorshmërinë dhe krahasueshmërinë e informacionit të shpalosur. Përveç kësaj, AELVT rekomandoi një numër ndryshimesh të synuara në tekstet e nivelit 1 ose 2 për të forcuar konceptin e përgjithshëm që të dhënat e tregut duhet të ngarkohen bazuar në kostot për prodhimin dhe shpërndarjen e informacionit.
 - MiFID II synonte arritjen e krijimit të një sistemi të konsoliduar nga një subjekt tregtar. Megjithatë, deri më sot asnjë ofrues komercial i sistemeve të konsoliduar nuk është shfaqur dhe duket e pamundur që brenda kornizës ligjor aktuale të shfaqet në të ardhmen. Prandaj, AELVT i rekomandoi Komisionit të caktojë një sistem të konsoliduar për instrumentet e kapitalit në BE. Duke marrë parasysh kompleksitetin të këtij projekti, AELVT konsideron se koha për krijimin e një sistemi të konsoliduar mund të zgjasë lehtësisht 5 vjet, nëse jo më shumë.
 - Raporti i Rishikimit të MiFID II për Tregtinë Algoritmike:⁶⁵
 - AELVT vlerësoi një sërë temash që lidhen me tregtimin me frekuencë të lartë, duke përfshirë tarifën e larta të mesazheve brenda ditës, qasjen e drejtpërdrejtë elektronik, kërkesat organizative për shoqëritë e investimeve

⁶⁴ Shih AELVT, “Raporti i Rishikimit MiFID II/MiFIR Nr. 1 – Mbi zhvillimin e çmimeve për të dhënat para dhe pas tregtisë dhe në sistemin e konsoliduar për instrumentet e kapitalit”, ESMA70-156-1606, 5 dhjetor 2019

⁶⁵ Shih AELVT, “Raporti i rishikimit të MiFID II/MiFIR për Tregtinë Algoritmike”, ESMA70-156-4572, 28 shtator 2021

që angazhohen në tregtimin me frekuencë të lartë, kërkesat organizative për vendet e tregimit, madhësinë e shënuesve, krijimin e tregut, shpejtësinë asimetrike dhe tarifat tregtare. Rezultati i përgjithshëm i vlerësimit është se shumica e dispozitave kanë arritur objektivin e tyre. Megjithatë, AELVT rekomandoi disa ndryshime në legjislacionin e nivelit 1 dhe nivelit 2.

- Ndikimi i MiFID II në hulumtimin e investimeve të NVM-ve dhe të ardhurave fikse:⁶⁶
 - Rregullat e MiFID II kanë kufizuar mënyrat në të cilat menaxhuesit e mjeteve mund të paguajnë për kërkimin dhe kanë kërkuar ndarjen e pagesave për shërbimet e kërkimit dhe ekzekutimit. Si pasojë, buxheti mesatar i menaxhuesit të mjeteve për kërkimin e kapitalit të jashtëm ra në rreth 20-30%, disponueshmëria e kërkimit të kapitalit të NVM-ve u ul dhe likuiditeti i kapitalit të NVM-ve ra.
- Rregullorja (BE) 596/2014 (MAR) dhe Direktiva 2014/57/BE (CSMAD):
 - Raporti i rishikimit të MAR:⁶⁷
 - AELVT arriti në përfundim se mund të ketë një mungesë rregullatore në fushën e kontratave të valutave të huaja në vend dhe rekomandoi analizë të mëtejshme të përshtatshmërisë së vendosjes së një regjimi rregullator të BE-së në tregjet e valutave të huaja në vend.
 - AELVT rekomandoi ndryshime në regjimin e zbatueshëm për programet e kthimit dhe thjeshtimin e raportimit.
 - AELVT rekomandoi që të mos bëhen ndryshime në dispozitat që lidhen me shpalesjen e vonuar, por ra dakord që kushtet për shpalesje të vonuar paraqesin sfida interpretuese. AELVT sugjeroi që të rishikohen udhëzimet e saj për të ofruar qartësi të mëtejshme mbi temën.
 - AELVT rekomandoi të përforcohen dispozitat lidhur me regjimin e informacionit të tregut, edhe pse shumica e responentëve mendonin se një regjim i detyrueshëm për informacionin e tregut është shumë i vështirë dhe joproportional.

⁶⁶ Shih Komisioni Evropian, “Ndikimi i MiFID II në hulumtimin e investimeve të NVM-ve dhe të ardhurave fikse - Raporti përfundimtar”, Risk Control Limited, prill 2020

⁶⁷ Shih AELVT, “Raporti i rishikimit të MAR për Tregtinë Algoritmike”, ESMA70-156-2391, 23 shtator 2020

- AELVT rekomandoi ruajtjen e regjimit të listave të brendshme në MAR, me miratimin e disa ndryshimeve.
- AELVT rekomandoi që t'u kërkohej vendeve të tregtimit dhe raportuesve të brendshëm sistematikë që të regjistrojnë dhe raportojnë të dhënat e librit të urdhëresave në formë elektronike dhe të lexueshme nga makina.
- Rregullorja (BE) 2017/1129 (CSDR): nuk është gjetur asnjë
- Direktiva 97/9/EC (Skemat e Kompensimit të Investitorëve): nuk është gjetur asnjë dokument i fundit
- Direktiva (EU) 2019/2034 (IFD) dhe Rregullorja (BE) 2019/2033 (IFR): nuk është gjetur asnjë
- Rregullorja (BE) 909/ 2014 (CSDR):
 - Raporti nga Komisioni për Parlamentin Evropian dhe Këshillin sipas nenit 75 të CSDR-së:⁶⁸
 - Vlerësimi nuk tregon nevojën për të bërë ndryshime thelbësore në shumicën e kërkesave thelbësore të CSDR-së. Megjithatë, nevojitet shqyrtim i mëtejshëm për disa çështje, kryesisht të lidhura me kërkesat e rënda, konvergjencën mbikëqyrëse ndërmjet autoriteteve të përfshira në mbikëqyrjen e CSD-ve dhe lehtësimin e ofrimit të shërbimeve ndihmëse të tipit bankar.
- Direktiva 98/26/EC (SFD) dhe Direktiva 2002/47/EC (FCD):
 - Raport nga Komisioni për Parlamentin Evropian dhe Këshillin mbi rishikimin e përfundimit të shlyerjes në sistemet e pagesave dhe shlyerjes së letrave me vlerë dhe të marrëveshjeve të kolateralit financiar:⁶⁹
 - Bazuar në rishikimin, Komisioni arriti në përfundimin se të dy direktivat kanë funksionuar mirë dhe nuk duket i nevojshëm ndonjë rishikim i madh i SFD-së dhe FCD-së. Megjithatë, Komisioni vendosi të propozojë një ndryshim si pjesë e rishikimit të Direktivës së Shërbimeve të Pagesave për

⁶⁸ Shih Komisioni Evropian, “Raport nga Komisioni në Parlamentin Evropian dhe Këshillin sipas nenit 75 të Rregullores (BE) Nr. 909/2014”, COM(2021)348, 1 korrik 2021

⁶⁹ Shih Komisioni Evropian, “Raport nga Komisioni në Parlamentin Evropian dhe Këshillin për rishikimin e përfundimit të shlyerjes në sistemet e pagesave dhe të shlyerjes së letrave me vlerë, duke përfshirë zbatimin e tij për institucionet vendore që marrin pjesë në sistemet e vendeve të treta dhe të marrëveshjeve të kolateralit financiar sipas Direktivave 98/26/EC dhe 202/47/EC”, COM(2023)345, 28 qershor 2023

të zgjeruar fushëveprimin e SFD-së tek institucionet e pagesave dhe institucionet e parasë elektronike.

- Direktiva 2009/65/EC (Direktiva e UCITS) dhe Direktiva 2011/61/EC (AIFMD):
 - Raport për funksionimin e AIFMD-së:⁷⁰
 - Rishikimi zbuloi se AIFMD ka luajtur rol të madh në ndihmën për të krijuar një treg të brendshëm për AIF dhe një kornizë rregullatore dhe mbikëqyrëse të harmonizuar dhe të rreptë për AIF.
 - Megjithatë, rishikimi tregoi se AIFMD nuk zbatohet në mënyrë konsistente në shtetet anëtare dhe se disa fusha kanë nevojë për harmonizim të mëtejshëm.
 - Një numër shtetesh anëtare zbatojnë dispozita shtesë për AIFM-të nën-prag, bazuar në diskrecionin kombëtar, gjë që e bën të vështirë vlerësimin e izoluar të ndikimit të dispozitave të pragut të AIFMD-së.
 - Ka vend për përmirësimin e kërkesave të raportimit, harmonizimin dhe qartësimin e metodologjive të llogaritjes së përfitimit, rregullat e vlerësimit, rregullat e kompensimit, ndarjen funksionale dhe hierarkike, rregullat e depozitimit, rregullat e ndarjes së aseteve dhe dhënien e informacioneve shpjeguese investitorëve. Kërkesat në lidhje me investimet në shoqëritë e palistuara konsiderohen tepër të rënda.
 - Letra e AELVT drejtuar Komisionit Evropian⁷¹: AELVT sugjeroi një sërë ndryshimesh në AIFMD dhe UCITS për të harmonizuar dy regjimet, për të qartësuar disa tema specifike dhe për të përmirësuar mbikëqyrjen ndërkufitare dhe funksionimin e fondeve.
- Direktiva 2004/109/EC (Direktiva për Transparencë):
 - Raporti i Vlerësimit të Direktivës së Transparencës⁷²:
 - Rishikimi zbuloi se një shumicë e madhe e palëve të interesit e konsiderojnë Direktivën të jetë e dobishme për funksionimin e duhur dhe efikas të tregut.

⁷⁰ Shih Komisioni Evropian, “Raporti për Operacionin e Direktivës së Menaxhuesve të Fondeve të Investimeve Alternative (AIFMD) – Direktiva 2011/61/EU”, KPMG, FISMA/2016/105(02)/C, 10 dhjetor 2018

⁷¹ Shih AELVT, ESMA34-32-550, 18 gusht 2020

⁷² Shih Drejtoria e Përgjithshme e Tregut dhe Shërbimeve të Komisionit Evropian, “Raporti i Vlerësimit të Direktivës së Transparencës”, Mazars, 2009

Megjithatë, dy pika kryesore u theksuan shpesh si pengesa: opsioni i dhënë vendeve anëtare për të miratuar kërkesa më të rrepta ka krijuar probleme të kushtueshme zbatimi dhe mungesa e rregullave më fleksibile për NVM-të i bën kërkesat tepër kërkuese për to.

- Raporti parashtron një sërë përmirësimesh të sugjeruara në lidhje me tema të ndryshme të analizuara në Raport.
- Direktiva 2004/25/EC për ofertat e blerjes:
 - Raporti i Vlerësimit të Direktivës së Ofertave të Blerjes⁷³:
 - Direktiva është transpozuar në të gjitha vendet dhe nuk është shfaqur asnjë problem thelbësor lidhur me pajtueshmërinë. Direktiva ka çuar në përmirësime të rëndësishme në funksion të objektivave të saj: koordinimin në lidhje me ofertat ndërkufitare, parimet e përgjithshme, shpалosjen, rregullin e detyrueshëm të ofertës, rregullat e heqjes dhe shitjes. Megjithatë, u dhanë një sërë rekomandimesh për sqarim dhe përmirësim.
 - Raporti nga Komisioni për zbatimin e Direktivës 2004/25/KE:⁷⁴
 - Rishikimi zbuloi se regjimi i krijuar nga Direktiva po funksionon në mënyrë të kënaqshme. Asnjë çështje e pajtueshmërisë strukturore nuk është shfaqur në lidhje me zbatimin e kornizës ligjor në shtetet anëtare.
 - Megjithatë, ka fusha ku rregullat mund të sqarohen më tej. Për shembull, koncepti i “të vepruarit në bashkëpunim” meriton sqarim, përjashtimet kombëtare nga rregulli i ofertës së detyrueshme nuk janë gjithmonë të qarta, ofertat vullnetare përdoren ndonjëherë për të kapërcyer rregullin e ofertës së detyrueshme dhe përfaqësuesit e punonjësve kanë treguar se nuk janë të kënaqur me mënyrën se si mbrohen të drejtat e punonjësve.

⁷³ Shih Drejtorja e Përgjithshme e Tregut të Brendshëm dhe Shërbimeve të Komisionit Evropian, “Raporti i Vlerësimit të Direktivës për Ofertat e Blerjes, Marccus Partners dhe CEPS, 2010

⁷⁴ Shih Komisioni Evropian, “Rraport nga Komisioni për Parlamentin Evropian, Këshillin, Komitetin Ekonomik dhe Social Evropian dhe Komitetin e Rajoneve - Zbatimi i Direktivës 2004/25/KE për ofertat e blerjes”, COM(2012)347, 28 qershor 2012

SHTOJCA 4: Tabelat e ndikimit

1 Formulari i Vlerësimit të Ndikimit Ekonomik

Kategoria e ndikimeve ekonomike	Ndikimi kryesor	A pritët të ndodhë ky ndikim?		Numri i organizatave, kompanive dhe/ose individëve të prekur	Përfitimi i pritshëm ose kostoja e ndikimit	Niveli i preferuar i analizës
		Po	Jo			
Vendet punës ⁷⁵	A do të rritet numri aktual i vendeve të punës?	Po		I lartë	I lartë	
	A do të zvogëlohet numri aktual i vendeve të punës?		Jo			
	A do të ndikojë në nivelin e pagesës?	Po		I lartë	I lartë	
	A do ta bëjë më të lehtë gjetjen e një pune?	Po		I lartë	I lartë	
Të bërit biznes	A do të ndikojë në qasjen në financa për biznesin?	Po		I lartë	I lartë	
	A do të hiqen disa produkte nga tregu?		Jo			
	A do të lejohen produkte të caktuara në treg?	Po			I lartë	
	A do të detyrohen të mbyllen bizneset?		Jo			
	A do të krijohen biznese të reja?	Po		I lartë	I lartë	
Ngarkesa administrative	A do të detyrohen bizneset të respektojnë detyrimet e dhënies së informacionit të ri?	Po		I ulët	I lartë	
	A janë thjeshtuar detyrimet e dhënies së informacionit për bizneset?		Jo			
Tregtia	A pritët të ndryshojnë flukset aktuale të importeve?		Jo			
	A pritët të ndryshojnë flukset aktuale të eksporteve?		Jo			

⁷⁵ Kur ndikon në vendet e punës, do të ketë edhe ndikime sociale.

Transporti	A do të ndikojë në mënyrën e transportit të pasagjerëve dhe/ose mallrave?		Jo			
	A do të ketë ndonjë ndryshim në kohën e nevojshme për të transportuar pasagjerët dhe/ose mallrat?		Jo			
Investimet	A pritet që kompanitë të investojnë në aktivitete të reja?	Po		I lartë	I lartë	
	A pritet që kompanitë të anulojnë apo të shtyjnë investimet për më vonë?		Jo			
	A do të rriten investimet nga diaspora?	Po		I lartë	I lartë	
	A do të reduktojnë diaspora investimet?		Jo			
	A do të rriten investimet e huaja direkte?	Po		I lartë	I lartë	
	A do të reduktohen investimet e huaja direkte?		Jo			
Konkurrueshmëria	A do të rritet çmimi i produkteve të biznesit, siç është energjia elektrike?		Jo			
	A do të ulët çmimi i inputeve të bizneseve, siç është energjia elektrike?		Jo			
	A ka gjasa që inovacioni dhe kërkimi do të promovohen?	Po		I lartë	I lartë	
	A ka gjasa që inovacioni dhe kërkimi do të pengohen?		Jo			
Ndikimi në NVM-të	A janë kompanitë e prekura kryesisht NVM-të?	Po		I lartë	I lartë	
Çmimet dhe konkurrenca	A do të rritet numri i mallrave dhe shërbimeve në dispozicion të biznesit apo konsumatorëve?	Po		I lartë	I lartë	
	A do të zvogëlohet numri i mallrave dhe shërbimeve në dispozicion të biznesit apo konsumatorëve?		Jo			
	A do të rriten çmimet e mallrave dhe shërbimeve ekzistuese?		Jo			
	A do të ulen çmimet e mallrave dhe shërbimeve ekzistuese?	Po		I ulët	I ulët	

Ndikimet ekonomike rajonale	A do të preket ndonjë sektor i veçantë i biznesit?	Po				
	A është ky sektor i përqendruar në një rajon të caktuar?		Jo			
Zhvillimi i përgjithshëm ekonomik	A do të ndikojë në rritje ekonomike në të ardhmen?	Po		I lartë	I lartë	
	A mund të ketë ndonjë efekt në normën e inflacionit?		Jo			

2 Formulari i Vlerësimit të Ndikimeve Sociale

Kategoria e ndikimeve sociale	Ndikimi kryesor	A pritët të ndodhë ky ndikim?		Numri i organizatave, kompanive dhe/ose individëve të prekur	Përfitimi i pritshëm ose kostoja e ndikimit	Niveli i preferuar i analizës
		Po	Jo			
Vendet punës ⁷⁶	A do të rritet numri aktual i vendeve të punës?	Po		I lartë	I lartë	
	A do të zvogëlohet numri aktual i vendeve të punës?		Jo			
	A preken vendet e punës në një sektor të caktuar?		Jo			
	A do të ketë ndonjë ndikim në nivelin e pagave?	Po		I lartë	I lartë	
	A do të ketë ndikim në ndihmën për të gjetur punë?	Po		I lartë	I lartë	
Ndikimet sociale rajonale	A janë të përqendruara ndikimet sociale në një rajon apo qytete të caktuara?		Jo			
Kushtet e punës	A preken të drejtat e punëtorëve?		Jo			
	A janë parashikuar standardet për punë në kushte të rrezikshme?		Jo			
	A do të ndikojë në mënyrën se si zhvillohet dialogu social ndërmjet punonjësve dhe punëdhënësve?		Jo			
Përfshirja sociale	A do të ketë ndikim në varfëri?	Po		I ulët	I ulët	
	A ndikon në skemat e mbrojtjes sociale?		Jo			
	A do të ndryshojë çmimi i mallrave dhe shërbimeve bazë?		Jo			
	A do të ndikojë në financimin apo organizimin e skemave të mbrojtjes sociale?		Jo			
Arsimi	A do të ketë ndikim në arsim?		Jo			
	A do të ketë ndikim në arsimin e mesëm?		Jo			

⁷⁶ Kur ndikon në vendet e punës, do të ketë edhe ndikime ekonomike.

	A do të ketë ndikim në arsimin e lartë?		Jo			
	A do të ketë ndikim në aftësimin profesional?		Jo			
	A do të ketë ndikim në arsimin e punëtorëve dhe të mësuarit gjatë gjithë jetës?		Jo			
	A do të ketë ndikim në organizimin apo strukturën e sistemit arsimor?		Jo			
	A do të ketë ndikim në lirinë akademike dhe vetëqeverisjen?		Jo			
Kultura	A ndikon opsioni në diversitetin kulturor?		Jo			
	A ndikon opsioni në financimin e organizatave kulturore?		Jo			
	A ndikon opsioni në mundësitë që njerëzit të përfitojnë nga aktivitetet kulturore apo të marrin pjesë në to?		Jo			
	A ndikon opsioni në ruajtjen e trashëgimisë kulturore?		Jo			
Qeverisja	A ndikon opsioni në mundësinë e qytetarëve për të marrë pjesë në procesin demokratik?		Jo			
	A trajtohen të gjithë në mënyrë të barabartë?	Po				
	A do të informohet më mirë publiku për çështje specifike?	Po		I lartë	I lartë	
	A ndikon opsioni në funksionimin e partive politike?		Jo			
	A do të ketë ndikim në shoqërinë civile?		Jo			
Shëndeti dhe Siguria Publike ⁷⁷	A do të ketë ndonjë ndikim në jetën e njerëzve, si jetëgjatësinë apo shkallën e vdekshmërisë?		Jo			
	A do të ndikojë në cilësinë e ushqimit?		Jo			
	A do të rritet apo ulet rreziku për shëndetin për shkak të substancave të dëmshme?		Jo			

⁷⁷ Kur ka ndikim në shëndetin dhe sigurinë publike, atëherë ka ndikime të rregullta mjedisore.

	A do të ketë efekte shëndetësore për shkak të ndryshimeve në nivelet e zhurmës ose cilësinë e ajrit, ujit dhe/ose tokës?		Jo			
	A do të ketë efekte shëndetësore për shkak të ndryshimeve në përdorimin e energjisë?		Jo			
	A do të ketë efekte shëndetësore për shkak të ndryshimeve në depozitimin e mbeturinave?		Jo			
	A do të ketë ndikim në stilin e jetës së njerëzve, siç janë nivelet e interesit për sportet, ndryshimet në lëndët ushqyese ose ndryshimet në përdorimin e duhanit apo alkoolit?		Jo			
	A ka grupe të veçanta që përballen me rreziqe dukshëm më të larta se të tjerët (të përcaktuara nga faktorët siç janë mosha, gjinia, paaftësia, grupi social ose rajoni)?		Jo			
Krimi dhe siguria	A ka gjasa që të kapen kriminalët?		Jo			
	A ndikohet fitimi i mundshëm nga krimi?		Jo			
	A ndikon në nivelet e korrupsionit?		Jo			
	A ndikon në kapacitetin e zbatimit të ligjit?		Jo			
	A ka ndonjë efekt në të drejtat dhe sigurinë e viktimave të krimit?		Jo			

3 Formulari i Vlerësimit të Ndikimeve Mjedisore

Kategoria e ndikimeve mjedisore	Ndikimi kryesor	A pritët të ndodhë ky ndikim?		Numri i organizatave, kompanive dhe/ose individëve të prekur	Përfitimi i pritshëm ose kostoja e ndikimit	Niveli i preferuar i analizës
		Po	Jo			
Klima dhe mjedisi qëndrueshëm	A do të ndikojë në emetimin e gazrave serrë (dioksid karbonit, metanit etj.)?		Jo			
	A do të ndikojë në konsumin e karburantit?		Jo			
	A do të ndryshojë shumëllojshmëria e burimeve të përdorura për prodhimin e energjisë?		Jo			
	A do të ketë ndonjë ndryshim në çmim për produktet miqësore për mjedisin?		Jo			
	A do të bëhen disa aktivitete të caktuara më pak ndotëse?		Jo			
Cilësia e ajrit	A do të ketë ndikim në emetimin e ndotësve të ajrit?		Jo			
Cilësia e ujit	A ndikon opsioni në diversitetin kulturor?		Jo			
	A ndikon opsioni në diversitetin kulturor?		Jo			
	A ndikon opsioni në burimet e ujit të pijshëm?		Jo			
Cilësia e tokës dhe përdorimi i tokës	A do të ketë ndikim në cilësinë e tokës (për sa i përket acidifikimit, ndotjes, përdorimit të pesticideve apo herbicideve)?		Jo			
	A do të ndikojë në erozionin e tokës?		Jo			
	A do të humbët tokë?		Jo			
	A do të fitohet tokë (përmes dekontaminimit, etj.)?		Jo			
	A do të ketë ndonjë ndryshim në përdorimin e tokës (p.sh. nga shfrytëzimi pyjor në shfrytëzim bujqësor apo urban)?		Jo			

Mbeturinat dhe riciklimi	A do të ndryshojë sasia e mbeturinave të krijuara?		Jo			
	A do të ndryshojnë mënyrat në të cilat trajtohen mbeturinat?		Jo			
	A do të ketë ndonjë ndikim në mundësitë e riciklimit?		Jo			
Përdorimi i burimeve	A ndikon opsioni në përdorimin e burimeve të ripërtëritshme (stoqet e peshkut, hidrocentralet, energjia solare, etj.)?		Jo			
	A ndikon opsioni në përdorimin e burimeve, të cilat nuk janë të ripërtëritshme (ujëra nëntokësore, minerale, thëngjill etj.)?		Jo			
Shkalla e rreziqeve mjedisore	A do të ketë ndonjë efekt në mundësinë e rreziqeve, siç janë zjarret, shpërthimet ose aksidentet?		Jo			
	A do të ndikojë në gatishmërinë në rast të fatkeqësive natyrore?		Jo			
	A ndikohet mbrojtja e shoqërisë nga fatkeqësitë natyrore?		Jo			
Biodiversiteti, flora dhe fauna	A do të ndikojë në speciet e mbrojtura apo të rrezikuara apo zonat ku ato jetojnë?		Jo			
	A do të ndikohet madhësia ose lidhjet mes zonave të natyrës?		Jo			
	A do të ketë ndonjë efekt në numrin e specieve në një zonë të caktuar?		Jo			
Mirëqenia e kafshëve	A do të ndikohet trajtimi i kafshëve?		Jo			
	A do të ndikohet shëndeti i kafshëve?		Jo			
	A do të ndikohet cilësia dhe siguria e ushqimit të kafshëve?		Jo			

4 Formulari i Vlerësimit mbi Ndikimin e të Drejtave Themelore

Kategoria e ndikimit në të drejtat themelore	Ndikimi kryesor	A pritët të ndodhë ky ndikim?		Numri i organizatave, kompanive dhe/ose individëve të prekur	Përfitimi i pritshëm ose kostoja e ndikimit	Niveli i preferuar i analizës
		Po	Jo			
Dinjteti	A ndikon opsioni në dinjtetin e njerëzve, të drejtën e tyre për jetë apo integritetin e personit?		Jo			
Liria	A ndikon opsioni në të drejtën e lirisë së individëve?		Jo			
	A ndikon opsioni në të drejtën e personit për privatësi?		Jo			
	A ndikon opsioni në të drejtën për t'u martuar ose për të krijuar familje?		Jo			
	A ndikon opsioni në mbrojtjen ligjore, ekonomike apo sociale të individëve apo familjeve?		Jo			
	A ndikon opsioni në lirinë e mendimit, ndërgjegjes apo fesë?		Jo			
	A ndikon opsioni lirinë e shprehjes?		Jo			
	A ndikon opsioni në lirinë e tubimit apo asociimit?		Jo			
Te dhënat personale	A përfshin opsioni i përpunimit të dhënave personale?		Jo			
	A janë të garantuara të drejtat e individit për qasje, korrigjim dhe kundërshtim?		Jo			
	A është mënyra se si përpunohen të dhënat personale e qartë dhe e mbrojtur mirë?		Jo			
Azili	A ndikon ky opsion në të drejtën për azil?		Jo			
Të drejtat pronësore	A do të preken të drejtat pronësore?		Jo			
	A ndikon opsioni në lirinë e të bërit biznes?		Jo			

Trajtim të barabartë ⁷⁸	A e mbron opsioni parimin e barazisë para ligjit?	Po				
	A ka gjasa që grupe të caktuara të dëmtohen drejtpërdrejt ose tërthorazi nga diskriminimi (p.sh. çdo diskriminim në bazë të gjinisë, racës, ngjyrës, përkatësisë etnike, opinionit politik ose tjetër, moshës ose orientimit seksual)?		Jo			
	A ndikon opsioni në të drejtat e personave me aftësi të kufizuara?		Jo			
Të drejtat e fëmijëve	A ndikon opsioni në të drejtat e fëmijëve?		Jo			
Menaxhimi i mirë	A do të ndërlikohen procedurat administrative?		Jo			
	A ndikohet mënyra në të cilën administrata merr vendime (transparenca, afatet procedurale, e drejta për qasje në dosje, etj.)?		Jo			
	Lidhur me të drejtën penale dhe dënimet e parapara: a preken të drejtat e të paditurit?		Jo			
	A preket qasja në drejtësi?		Jo			

⁷⁸ Barazia gjinore është trajtuar në *Vlerësimi i Ndikimit Gjinnor*

SHTOJCA 5: Analizë e Detajuar e Legjislacionit të BE-së që do të Transpozohet

Direktiva 2014/65/EU – MiFID II		
	E detyrueshme	Zbatimi
Kreu I – Fusha e zbatimit dhe përkufizimet		
Neni 1- Fusha e zbatimit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 2 – Përjashtimet	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 3 – Përjashtimet opsionale	Jo	Ia mundëson autoritetit rregullator që të përjashtojë persona të caktuar nga rasti në rast me kusht që të plotësohen të gjitha kërkesat nga neni.
Neni 4 - Përkufizimet	Po	Zbatim i menjëhershëm. Disa përkufizime mund të lihen jashtë nëse dispozitat përkatëse nuk përfshihen në ligj. Opsioni i përfshirjes së subjekteve që nuk janë persona juridikë në përkufizimin e kompanisë së investimeve nuk rekomandohet.
Kreu II – Autorizimi dhe kushtet e operimit për shoqëritë e investimeve		
Neni 5 – Kërkesa për autorizim	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 6 – Fusha e zbatimit të autorizimit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 7 – Procedurat e dhënies dhe refuzimit të autorizimit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 8 – Heqja e autorizimit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 9 – Organi drejtues	Po	Zbatim i menjëhershëm. Nuk rekomandohet opsioni i autorizimit të kompanive të investimeve që janë persona fizikë. Nuk rekomandohet as opsioni i lejimit të një personi të vetëm për të menaxhuar kompaninë e investimeve.
Neni 10 – Aksionarët dhe anëtarët me aksione të kualifikuara	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 11 – Njoftimi për blerjet e propozuara	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 12 – Periudha e vlerësimit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 13 – Vlerësimi	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 14 – Anëtarësia e një investitori të autorizuar në skemën e kompensimit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 15 – Fondi për kapitalin fillestar	Po	Zbatim i menjëhershëm. Neni 15 i referohet nenit 9 të Direktivës (EU) 2019/2034. Rekomandohet transpozimi i nenit pa marrë përsipër të gjitha kërkesat e tjera më komplekse nga Direktiva (BE) 2019/2034.
Neni 16 – Kërkesat organizative	Po	Zbatim i menjëhershëm. Opsioni i vendosjes së kërkesave më të rrepta në lidhje me ruajtjen e aseteve

		të klientit nuk konsiderohet i nevojshëm në këtë fazë të zhvillimit kur nuk ka praktikë.
Neni 16a – Përjashtimet nga kërkesat e qeverisjes së produktit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 17 – Tregtimi algoritmik	Po	Zbatim i menjëhershëm. Megjithatë, probabiliteti që tregtimi algoritmik të bëhet në Republikën e Kosovës është shumë i largët, neni mund të anashkalohej për momentin.
Neni 18 – Procesi i tregtimit dhe përfundimit të transaksioneve në një MTF dhe në platformën e përbashkët të tregtimit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 19 – Kërkesat specifike për MTF-të	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 20 – Kërkesat specifike për platformat e përbashkëta të tregtimit (OTF)	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 21 – Shqyrtim i rregullt i kushteve në momentin e autorizimit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 22 – Detyrimi i përgjithshëm në lidhje me mbikëqyrjen e vazhdueshme	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 23 – Konfliktet e interesit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 24 – Parimet e përgjithshme dhe informacioni për klientët	Po	Zbatim i menjëhershëm. Opsioni për të lejuar që informacioni t'u jepet klientëve në një format të standardizuar pranohet për të shmangur konfuzionin dhe për të lehtësuar pajtueshmërinë. Opsioni i vendosjes së kërkesave shtesë në raste të jashtëzakonshme rekomandohet për t'i ofruar fleksibilitet autoritetit rregullator.
Neni 25 – Vlerësimi i përshtatshmërisë dhe raportimi të klientët	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 26 – Ofrimi i shërbimeve përmes mjeteve të një kompanie tjetër investimi	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 27 – Detyrimi për ekzekutimin e urdhrave sipas kushteve më të favorshme për klientin	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 28 – Rregullat e trajtimit të urdhrave të klientit	Po	Zbatim i menjëhershëm. Opsioni i përputhjes me kërkesën nga paragrafi 2 duke transmetuar urdhrin e kufirit në një vend tregtimi pranohet për të lehtësuar përputhjen.
Neni 29 – Detyrimet e kompanive të investimit gjatë emërimit të palëve të lidhura	Po	Zbatim i menjëhershëm. Opsioni i lejitimit të agentëve të ndërlidhur për të mbajtur para dhe/ose instrumente financiare të klientëve nuk rekomandohet sepse shton rreziqe të panevojshme në një treg të sapokrijuar ku nuk ka agentë të ndërlidhur.

		Opsioni i monitorimit të agjentëve të ndërlidhur pranohet për të zbutur rreziqet që lidhen me këtë lloj ndërmjetësimi.
Neni 29a – Shërbimet e ofruara për klientët profesional	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 30 – Transaksionet e kryera me kundërpalë të kualifikuara	Po	Zbatim i menjëhershëm. Opsioni i njohjes si palë të pranueshme të ndërmarrjeve tjera nuk rekomandohet në këtë fazë të tregut të sapokrijuar.
Neni 31 – Monitorimi i respektimit të rregullave të MTF-së ose OTF-së dhe detyrimeve të tjera ligjore.	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 32 – Pezullimi dhe heqja nga tregtimi i instrumenteve financiare në një MTF ose një OTF	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 33 – Tregjet në rritje të NVM-ve	Po	Zbatim i menjëhershëm. Tregjet e rritjes së NVM-ve janë një lloj i veçantë i MTF-së që synon NVM-të. Duke marrë parasysh fazën e zhvillimit të tregjeve të kapitalit në Republikën e Kosovës dhe madhësinë e kompanive, rekomandohet përfshirja e këtij neni për të përfituar nga përjashtimet në lidhje me MAR-in, Transparencën, Prospektin, etj.
Neni 34 – Liria për të ofruar shërbime dhe aktivitete të investimeve	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE. Neni 34 trajton aktivitetet ndërkufitare brenda BE-së.
Neni 35 – Themelimi i degës	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE. Neni 35 trajton aktivitetet ndërkufitare brenda BE-së.
Neni 36 – Qasja në tregjet e rregulluara	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE. Neni 36 trajton aktivitetet ndërkufitare brenda BE-së. Mund të jetë e dobishme të shqyrtohet nëse shoqëritë e huaja të investimeve do të lejohen të kenë qasje të drejtpërdrejt në tregjet e rregulluara në Republikën e Kosovës.
Neni 37 – Qasja në CCP, sistemet e klirimit dhe të shlyerjes, dhe e drejta e përcaktimit të sistemit të shlyerjes	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE. Neni 37 trajton aktivitetet ndërkufitare brenda BE-së. Varësisht nga vendimi i marrë sipas nenit 36, mund të jetë e dobishme të merret në konsideratë dhënia e qasjes për shoqëritë e huaja të investimeve në sistemin e CSD-së dhe të shlyerjes së letrave me vlerë.
Neni 38 – Dispozitat në lidhje CCP-të, marrëveshjet e kliringut dhe të shlyerjes në lidhje me MTF-të	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE. Neni 38 trajton aktivitetet ndërkufitare brenda BE-së.
Neni 39 – Themelimi i degës	Jo	Shtetet Anëtare mund të kërkojnë që një kompani e vendit të tretë që synon të ofrojë shërbime të investimeve ose të kryejë aktivitete investuese të krijojë një degë. Rekomandohet të përdoret kjo qasje.

Neni 40 – Detyrimi për të dhënë informacion	Jo	Varësisht nga vendimi sipas nenit 39.
Neni 41 – Dhënia e autorizimit	Jo	Varësisht nga vendimi sipas nenit 39.
Neni 42 – Ofrimi i shërbimeve sipas nismës ekskluzive të klientit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 43 – Heqja e autorizimit	Jo	Varësisht nga vendimi sipas nenit 39.
Kreu III – Tregjet e rregulluara		
NENI 44 – Autorizimi dhe ligji i zbatueshëm	Po	Zbatim i menjëhershëm. Dispozita që ka të bëjë me mundësinë që operatori i tregut dhe tregu i rregulluar të jenë nga juridiksione të ndryshme të BE-së nuk është e nevojshme para se Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 45 – Kërkesat për organin drejtues të operatorit të tregu	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 46 – Kërkesat në lidhje me personat që ushtrojnë ndikim të konsiderueshëm mbi administrimin e tregut të rregulluar	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 47 – Kërkesat organizative	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 48 – Fleksibiliteti i sistemeve, ndërprerësit e veprimtarisë së sigurimeve dhe tregtimi elektronik.	Po	Zbatim i menjëhershëm. Rekomandohet opsioni i lejimit të tregjeve të rregulluara të vendosin tarifa më të larta për urdhrat e anuluar.
Neni 49 – Çmimet e shprehura në njësi	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 50 – Sinkronizimi i orareve të ushtrimit të aktivitetit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 51 – Pranimi për tregtim i instrumenteve financiare	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 52 – Pezullimi dhe çregjistrimi i instrumenteve financiare nga tregtimi në tregun e rregulluar.	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 53 – Qasja në tregjet e rregulluara	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 54 – Monitorimi i përputhjes me rregullat e tregut të rregulluar dhe me detyrime të tjera ligjore	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 55 – Dispozitat në lidhje me kundërpalët qendrore, dhe marrëveshjet e kliringut dhe të shlyerjes	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 56 – Lista e tregjeve të rregulluara	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Kreu IV – Kufijtë e lejueshëm për pozicionet dhe kontrollet e administrimit të pozicioneve për derivativët e mallrave me përdorim të gjerë		

Neni 57 – Neni 58	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE. Dispozitat nuk janë relevante për shkak të mundësisë shumë të ulët që derivativët e mallrave të shfaqen në të ardhmen e afërt.
Titulli VI – Autoritetet kompetente		
Neni 67 – Caktimi i autoriteteve kompetente	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 68 – Bashkëpunimi ndërmjet autoriteteve në të njëjtin shtet anëtar	Jo	Varet nëse ka më shumë se një autoritet kompetent në një juridiksion.
Neni 69 – Kompetencat mbikëqyrëse	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 70 – Sanksionet për shkelje	Po	Zbatim i menjëhershëm. Opsioni për të mos vendosur sanksione administrative nëse shkelja i nënshtrohet sanksionit penal sipas ligjit kombëtar. Opsioni i vendosjes së llojeve të tjera të sanksioneve apo vendosjes së gjobave më të larta varet nga kompetencat e rregullatorit në Republikën e Kosovës, por nuk duket e nevojshme për momentin.
Neni 71 – Publikimi i vendimeve	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 72 – Ushtrimi i kompetencave mbikëqyrëse dhe kompetencave për vendosjen e sanksioneve	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 73 – Raportimi i shkeljeve	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 74 – E drejta e ankesës	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 75 – Mekanizmi ekstrajgyqësor për ankimimin e konsumatorëve	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 76 – Sekretet profesional	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 77 – Marrëdhëniet me auditorët	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 78 – Mbrojtja e të dhënave	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 79 – Neni 87	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE. Nenet 79 deri në 87 kanë të bëjnë me detyrimin për të bashkëpunuar ndërmjet autoriteteve kompetente të shteteve anëtare dhe me AELVT-në.
Neni 88 – Shkëmbimi i informacionit me vendet e treta	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Shtojca I – Lista e shërbimeve dhe aktiviteteve dhe instrumenteve financiare	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Shtojca II:II – Klientët profesional për qëllimin e kësaj Direktive	Po	Zbatim i menjëhershëm. Opsioni i miratimit të kriterëve specifike për vlerësimin e ekspertizës së komunave dhe autoriteteve publike vendore që kërkojnë të trajtohen si klient profesional rekomandohet për të zbutur rreziqet.

Rregullorja (EU) 596/ 2014 – MAR		
	E detyrueshme	Zbatimi
Kapitulli 1 – Dispozitat e përgjithshme		
Neni 1 – Qëllimi	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 2 - Fusha e zbatimit	Po	Zbatim i menjëhershëm. A duhet të përfshihet në këtë pikë tregtimi i lejimeve të emetimeve?
Neni 3 - Përkufizimet	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 4 – Njoftimet dhe lista e instrumenteve financiare	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 5 – Përjashtimi për programet e rikthimit dhe stabilizimit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 6 – Përjashtimi për veprimtaritë e menaxhimit të borxhit monetar dhe publik dhe aktivitetet e politikës klimatike	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Kapitulli 2 – Informacioni i brendshëm, transaksionet e brendshme, shpalesja e paligjshme e informacionit të brendshëm dhe manipulimi i tregut		
Neni 7 – Informacioni i brendshëm	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 8 – Trajtimi i të palëve të brendshme	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 9 – Sjellja legjitime	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 10 – Shpalesja e paligjshme e informacionit të brendshëm	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 11 – Informacioni i tregut	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 12 – Informacioni i tregut	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 13 – Praktikant e pranuar të tregut	Po	Zbatim i menjëhershëm. Dispozitat duhet të përshtaten me kërkesën për të njoftuar AELVT-në.
Neni 14 – Ndalimi i transaksioneve të brendshme dhe i shpalesjes së paligjshme të informacionit të brendshëm	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 15 – Ndalimi i manipulimit të tregut	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 16 – Parandalimi dhe zbulimi i manipulimit të tregut	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Kapitulli 3 – Kërkesat për shpalesje		
Neni 17 - Shpalesja publike e informacionit të brendshëm	Po	Zbatim i menjëhershëm. Opsioni i sigurimit të një regjistri të Aplikacionit në lidhje me shpalesjen e vonuar të informacionit të brendshëm rekomandohet për të zvogëluar barrën administrative.
Neni 18 – Listat e palëve të brendshme	Po	Zbatim i menjëhershëm. Opsioni i zgjerimit të fushës së zbatimit të listave të palëve të brendshme për NVM-të nuk rekomandohet për të mos rritur barrën administrative.
Neni 19 – Transaksionet e menaxherëve	Po	Zbatim i menjëhershëm.

Neni 20 – Rekomandimet dhe statistikat për investime	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 21 – Shpalojsja ose shpërndarja e informacionit në media	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Kapitulli 4 – AELVT dhe autoritetet kompetente		
Neni 22 – Autoritetet kompetente	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 23 – Kompetencat e autoriteteve kompetente	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 24 – Bashkëpunimi me AELVT-në	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 25 – Detyrimi për bashkëpunim	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 26 – Bashkëpunimi me vendet e treta	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 27 – Sekreti profesional	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 28 – Mbrojtja e të dhënave	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 29 – Zbulimi i të dhënave personale vendeve të treta	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Kapitulli 5 – Masat administrative dhe sanksionet		
Neni 30 – Sanksionet administrative dhe masat tjera administrative	Po	Zbatim i menjëhershëm. Opsioni për të mos vendosur sanksione administrative kur shkeljet tashmë janë subjekt i sanksioneve penale do të vendoset nga Republika e Kosovës. Opsioni i dhënies së kompetencave shtesë autoritetit rregullator dhe niveleve më të larta të sanksioneve nuk duket i nevojshëm në këtë fazë të tregut të sapokrijuar.
Neni 31 – Ushtrimi i kompetencave mbikëqyrëse dhe vendosja e sanksioneve	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 32 – Raportimi i shkeljeve	Po	Zbatim i menjëhershëm. Opsioni i ofrimit të stimujve financiarë për personat që ofrojnë informacione relevante për shkeljet e mundshme varet nëse kjo lejohet në kornizën e përgjithshme ligjore në Republikën e Kosovës.
Neni 33 – Shkëmbimi i informacionit me AELVT-në	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 34 – Publikimi i vendimeve	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Shtojca I	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Direktiva 2014/57/EU - CSMAD		
	E detyrueshme	Zbatimi
Neni 1 – Qëllimi dhe fusha e zbatimit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 2 - Përkufizimet	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 3 – Trajtimi i të palëve të brendshme, rekomandimi ose	Po	Zbatim i menjëhershëm.

nxitja e një personi tjetër që të përfshihet në transaksione të brendshme		
Neni 4 – Shpalosja e paligjshme e informacionit të brendshëm	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 5 – Manipulimi i tregut	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 6 – Nxitja, ndihma dhe inkurajimi dhe tentativa	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 7 – Dënimet penale për personat fizikë	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 8 – Përgjegjësia e personave juridikë	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 9 – Sanksionet për personat juridikë	Po	Zbatim i menjëhershëm. Se a do të ketë sanksione penale kundër personave juridikë varet nga korniza e sanksioneve penale në Republikën e Kosovës (a mund të jenë personat juridikë përgjegjës sipas ligjit penal?)
Neni 10 - Juridiksioni	Po	Zbatim i menjëhershëm. A është korniza ligjore penale në Republikën e Kosovës në përputhje me kërkesat nga neni 10?
Neni 11 - Trajnimi	Po	Zbatim i menjëhershëm. A do të futet kjo kërkesë në ligj?

Rregullorja (EU) 2017/1129 (Rregullorja për Prospektin)		
	Detyrim	Zbatimi
Kapitulli I – Dispozitat e përgjithshme		
Neni 1 – Qëllimi dhe fusha e zbatimit	Po	Zbatim i menjëhershëm. Opsioni i krijimit të kërkesës për shpalesje në nivel shtetëror për çështjet e përjashtuara nga detyrimi i prospektit rekomandohet për të krijuar më shumë qartësi dhe siguri ligjore.
Neni 2 - Përkufizimet	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 3 – Detyrimi për publikimin e prospektit dhe përjashtimi	Po	Zbatim i menjëhershëm. Opsioni i përjashtimit të ofertave të letrave me vlerë nën 8 milionë euro për publikun nga detyrimi për të publikuar një prospekt rekomandohet për të zvogëluar barrën administrative.
Neni 4 – Prospekti vullnetar	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 5 – Rishitja e mëpasshme e letrave me vlerë	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Kapitulli II – Hartimi i prospektit		
Neni 6 – Prospekti vullnetar	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 7 – Përmbledhja e prospektit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 8 – Prospekti bazë	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 9 – Dokumenti universal i regjistrimit	Po	Zbatim i menjëhershëm. Rekomandohet që këto dispozita të përfshihen në afat të mesëm kur të fillojë tregu sepse dokumentet universale të regjistrimit përdoren rrallë në BE dhe mund të mos përdoren fare në Republikën e Kosovës.
Neni 10 – Prospektet që përbëhen nga dokumente të veçanta	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 11 – Përgjegjësia që i bashkëngjitet prospektit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 12 – Vlefshmëria e prospektit, dokumentit të regjistrimit dhe dokumentit universal të regjistrimit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Kapitulli III – Përmbajtja dhe formati i prospektit		
Neni 13 – Informacioni dhe formati minimal	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 14 – Regjimi i thjeshtuar i shpalesjes për emetimet dytësore	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 14a – Prospekti i rimëkëmbjes së BE-së	Po	Zbatim i menjëhershëm. Nuk rekomandohet përfshirja e këtij neni pasi që ka të bëjë me rrethana specifike që lidhen me rikuperimin nga COVID-19 dhe ka një afat kohor të kufizuar.
Neni 15 – Tregjet në rritje të NVM-ve	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 16 – Faktorët e rrezikut	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 17 – Çmimi i ofertës përfundimtare dhe shumën e letrave me vlerë	Po	Zbatim i menjëhershëm.

Neni 18 – Mungesa e informacionit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 19 – Inkorporimi me referencë	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Kapitulli IV – Marrëveshjet për miratimin dhe publikimin e prospektit		
Neni 20 – Shqyrtimi dhe miratimi i prospektit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 21 – Publikimi i prospektit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 22 - Reklamata	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 23 – Plotësimet e prospektit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Kapitulli V – Ofertat dhe pranimet ndërkufitare për tregtim në një treg të rregulluar dhe përdorimi i gjuhëve		
Neni 24 – Neni 27	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE. Nenet kanë të bëjnë me ofertat ndërkufitare brenda BE-së dhe nuk janë relevante për Republikën e Kosovës në këtë pikë.
Kapitulli VI – Rregullat specifike në lidhje me emetuesit e themeluar në vendet e treta		
Neni 28 – Neni 30	Po	Zbatim i menjëhershëm. Edhe pse probabiliteti që një emetues i huaj të kërkojë të emetojë letra me vlerë në Republikën e Kosovës është shumë i ulët, rekomandohet që të krijohet një kornizë për të krijuar siguri juridike.
Kapitulli VII – AELVT dhe autoritetet kompetente		
Neni 31 – Autoritetet kompetente	Po	Zbatim i menjëhershëm. Opsioni i lejimit të autoritetit rregullator që t'i delegojë një pale të tretë detyrën e publikimit elektronik të prospekteve nuk rekomandohet si i panevojshëm dhe i parëndësishëm për shkak të numrit të vogël të prospekteve që priten.
Neni 32 – Kompetencat e autoriteteve kompetente	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 33 – Bashkëpunimi ndërmjet autoriteteve kompetente	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE. Neni i referohet bashkëpunimit ndërmjet autoriteteve rregullatore brenda BE-së.
Neni 34 – Bashkëpunimi me AELVT-në	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 35 – Sekreti profesional	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 36 – Mbrojtja e të dhënave	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 37 – Masat paraprake	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE. Neni zbatohet për ofertat ndërkufitare brenda BE-së.
VIII – Sanksionet administrative dhe masat tjera administrative		
Neni 38 – Sanksionet administrative dhe masat tjera administrative	Po	Zbatim i menjëhershëm. Opsioni për të mos vendosur rregulla për sanksionet administrative kur shkeljet tashmë janë subjekt i sanksioneve penale varet nga ligji penal aktual në Republikën e Kosovës. Opsioni i vendosjes së niveleve më të larta të sanksioneve nuk rekomandohet në këtë fazë të tregut të sapokrijuar.
Neni 39 – Ushtrimi i kompetencave mbikëqyrëse dhe	Po	Zbatim i menjëhershëm.

kompetencave për vendosjen e sanksioneve		
Neni 40 – E drejta e ankesës	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 41 – Raportimi i shkeljeve	Po	Zbatim i menjëhershëm. Opsioni i ofrimit të stimujve financiarë për personat që ofrojnë informacione relevante për shkeljet aktuale apo të mundshme varet nga korniza legjislative në Republikën e Kosovës.
Neni 42 – Publikimi i vendimeve	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 43 – Raportimi i sanksioneve në AELVT	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.

Direktiva 97/9/EC– Skemat e Kompensimit të Investitorëve		
	Detyrim	Zbatimi
Neni 1	Po	
Neni 2	Po	Zbatim i menjëhershëm. Opsioni i përjashtimit të institucioneve kreditore tashmë të liruara nga detyrimi për të qenë pjesë e një skeme të garantimit të depozitave varet nga korniza aktuale në Republikën e Kosovës. Është gjithashtu e nevojshme të përcaktohet nëse një kërkesë ndaj një institucioni kreditor do t'i drejtohej skemës së sigurimit të depozitave ose skemës së kompensimit të investitorëve.
Neni 3	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 4	Po	Zbatim i menjëhershëm. Në lidhje me opsionin në paragrafin 2, rekomandohet përjashtimi i investitorëve nga Shtojca I nga skema në mënyrë që të promovohet menaxhimi i kujdesshëm i rrezikut dhe integritetit. Në lidhje me opsionin në paragrafin 4, nuk rekomandohet kufizimi i mbulesës. Përkundrazi, rekomandohet të përcaktohet mbulimi maksimal me ligj (Direktiva përcakton shumën minimale prej 20,000.00 euro).
Neni 5	Po	Zbatim i menjëhershëm. Opsioni i përjashtimit të një shoqërie të investimeve nga skema ose i lejimit të saj të ofrojë marrëveshje alternative të kompensimit nuk rekomandohet pasi krijon kompleksitet dhe pasiguri. Më tepër rekomandohet tërheqja e licencës për shoqërie e investimeve që nuk përmbushin detyrimet e tyre si anëtare të skemës.
Neni 6	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 7	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE. Neni 7 trajton mbulimin ndërkufitar për degët në shtetet e tjera anëtare.
Neni 8	Po	Zbatim i menjëhershëm. Nuk rekomandohet përjashtimi i valutave të tjera përveç euros nga mbulimi ose sigurimi i mbulimit më të ulët për to pasi krijon kompleksitete dhe rreziqe shtesë për investitorët.
Neni 9	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 10	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 11	Po	Zbatim i menjëhershëm. Rekomandohet që të kërkohet nga degët e themeluara nga një shoqëri e investimeve jashtë Republikës së Kosovës që t'i bashkohen skemës së kompensimit të investitorëve nëse niveli i mbulimit që ata ofrojnë për investitorët nga Republika e Kosovës është më i ulët se niveli i mbulimit të ofruar nga investitori-skema e kompensimit në Republikën e Kosovës.
Neni 12	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 13	Po	Zbatim i menjëhershëm.

Rregullorja (BE) 909/2014 – CSDR		
	Detyrim	Zbatim*
Titulli – Qëllimi, fusha e zbatimit dhe përkufizimet		
Neni 1 – Qëllimi dhe fusha e zbatimit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 2 - Përkufizimet	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Titulli II – Shlyerja e letrave me vlerë		
Neni 3 – Formulari i regjistrimit kontabël	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 4 - Zbatim	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 5 – Data e synuar e shlyerjes	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 6 – Masat për parandalimin e dështimit të shlyerjes	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 7 – Masat për adresimin e dështimit të shlyerjes	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 8 - Zbatim	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 9 – Raportuesit e brendshëm të shlyerjeve	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Titulli III – Depozitarët qendrorë të letrave me vlerë		
Neni 10 – Autoriteti kompetent		Zbatim i menjëhershëm.
Neni 11 – Caktimi i autoritetit kompetent	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 12 – Autoritetet përkatëse	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 13 – Shkëmbimi i informacionit	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 14 – Bashkëpunimi ndërmjet autoriteteve	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 15 – Situatat emergjente	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 16 – Autorizimi i CSD-së	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 17 – Procedura për dhënie e autorizimit	Po	Zbatim i menjëhershëm. Dispozitat duhet të përshtaten për të marrë parasysh faktin se Republika e Kosovës nuk është shtet anëtar i BE-së.
Neni 18 – Efektet e autorizimit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 19 – Zgjerimi dhe kontraktimi i aktiviteteve dhe shërbimeve	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 20 – Heqja e autorizimit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 21 – Regjistri i CSD-së	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 22 – Mbikëqyrja e CSD-ve	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 23 – Neni 24 Ofrimi i shërbimeve në një shtet tjetër anëtar	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 25 – Vendet e treta	Po	Zbatim i menjëhershëm. CSD-të e vendeve të treta mund të ofrojnë shërbime brenda territorit të BE-së.

		Është vendim politik nëse do të lejohen CSD-të nga vendet e huaja të ofrojnë shërbime në Republikën e Kosovës.
Neni 26 – Kërkesat organizative/Dispozitat e përgjithshme.	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 27 – Drejtuesit e lartë, organi drejtues dhe aksionarët	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 28 – Komiteti i përdoruesve	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 29 – Mbajtja e të dhënave	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 30 - Nënkontraktimi	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 31 – Shërbimet e ofruara nga palë të ndryshme nga CSD-të	Jo	Nuk rekomandohet të lejohet që një person tjetër përveç CSD-së të mbajë shënimet kontabël në llogaritë e letrave me vlerë të mbajtura nga CSD-të.
Neni 32 – Rregullat e sjelljes së biznesit/Dispozitat e përgjithshme	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 33 – Kërkesat për pjesëmarrje	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 34- Transparenca	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 35 – Procedurat e komunikimit me pjesëmarrësit dhe infrastrukturat e tjera të tregut	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 36 – Kërkesat për shërbimet e CSD-së/Dispozitat e përgjithshme	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 37 – Integriteti i çështjes	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 38 – Mbrojtja e letrave me vlerë të pjesëmarrësve dhe atyre të klientëve të tyre	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 39 – Përfundimi i shlyerjeve	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 40 – Shlyerja në para të gatshme	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 41 – Rregullat dhe procedurat e mospërbushjes së kërkesave nga pjesëmarrësit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 42 – Kërkesat prudenciale/Kërkesat e përgjithshme	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 43 – Rreziqet juridike	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 44 – Rreziku i përgjithshëm i biznesit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 45 – Rreziqet operacionale	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 46 – Politika e investimeve	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 47 – Kërkesat për kapital	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 48 – Lidhjet e CSD-së	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 49 – Qasja e emetuesve në CSD	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE. Ky nen trajton të drejtën e emetuesve për të

		regjistruar letrat e tyre me vlerë në çdo CSD të vendosur në çdo shtet anëtar.
Neni 50 – Qasja standarde në lidhje	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 51 – Qasja e personalizuar në lidhje	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 52 – Procedura për lidhjet e CSD-së	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 53 – Qasja ndërmjet një CSD-je dhe një infrastrukture tjetër të tregut	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Kreu IV – Ofrimi i shërbimeve ndihmëse të tipit bankar për pjesëmarrësit në CSD		
Neni 54 – Autorizimi dhe caktimi për të ofruar shërbime ndihmëse të tipit bankar	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 55 – Procedura e dhënies dhe refuzimit të autorizimit për të ofruar shërbime ndihmëse të tipit bankar	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 56 – Shtrirja e shërbimeve ndihmëse të tipit bankar	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 57 – Heqja e autorizimit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 58 – Regjistri i CSD-së	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 59 – Kërkesat prudenciale të zbatueshme për institucionet kreditore ose CSD-të e autorizuara për të ofruar shërbime ndihmëse të tipit bankar	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 60 – Mbikëqyrja e institucioneve të caktuara kreditore dhe CSD-ve të autorizuara për të ofruar shërbime ndihmëse të tipit bankar	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Kreu V – Sanksionet		
Neni 61 – Sanksionet administrative dhe masat tjera	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 62 – Publikimi i vendimeve	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 63 – Sanksionet për shkelje	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 64 – Zbatimi efektiv i sanksioneve	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 65 – Raportimi i shkeljeve	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 66 – E drejta e ankesës	Po	Zbatim i menjëhershëm.

* Edhe pse janë shënuar si “zbatim i menjëhershëm”, shumica e dispozitave nuk mund të zbatohen para se një CSD dhe SSS të zbatohen në praktikë. Duhet të merret parasysh edhe fakti që dispozita të veçanta nga CSDR mund të mos mbështeten nga sistemi i zbatuar.

Direktiva 2002/47/EC- FCD		
	Detyrim	Zbatimi
Neni 1 – Qëllimi dhe fusha e zbatimit	Po	Zbatim i menjëhershëm. Rekomandohet të përjashtohen nga fusha e zbatimit të ligjit kërkesat kreditore ku debitori është konsumator për të shmangur kalimin e pronësisë mbi kërkesat kreditore. Rekomandohet të mos miratohen dy opsionet e tjera të paraparë në këtë nen.
Neni 2 - Përkufizimet	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 3 – Kërkesat formale	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 4 – Zbatimi i marrëveshjeve për kolateral financiar	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 5 – E drejta e përdorimit të kolateralit financiar sipas marrëveshjeve për kolateral financiar të sigurisë	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 6 – Njohja e marrëveshjeve për kolateral financiar të transferimit të titullarit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 7 – Njohja e dispozitave për shlyerje neto	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 8 – Dispozitat e caktuara të falimentimit nuk zbatohen	Po	Zbatim i menjëhershëm. Duhet të vendoset nëse dispozita të tilla nga ligji për falimentim duhet të mos zbatohen brenda ligjit për falimentim ose mund të mos zbatohen brenda një ligji tjetër që ka të bëjë me marrëveshjet për kolateral financiar.
Neni 9 – Konflikti i ligjeve	Po	Zbatim i menjëhershëm. Duhet të vendoset se ku do të zbatohet kjo dispozitë.
Neni 9a – Direktiva 2008/48/EC, Direktiva 2014/59/EU dhe Rregullorja (EU) 2021/23	Po	Zbatim i menjëhershëm. Zbatimi varet nëse këto pjesë të legjislacionit janë transpozuar në kornizën ligjore të Republikës së Kosovës. Disa dispozita të këtyre akteve legjislative përjashtojnë zbatimin e Direktivës 2002/47/EC, për shembull në rastin e një zgjidhjeje bankare.

Direktiva 2009/65/EC – Direktiva për UCITS		
	Detyrim	Zbatim
Titulli – Qëllimi, fusha e zbatimit dhe përkufizimet		
Neni 1	Po	Zbatim i menjëhershëm. Rekomandohet të miratohet opsioni i lejimit të UCITS të përbëhet nga disa ndarje investimi (“nën-fondet-”) për të lehtësuar administrimin.
Neni 2	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 3	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 4	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Kapitulli II – Autorizimi i UCITS		
Neni 5	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Kreu III – Detyrimet në lidhje me kompanitë menaxhuese		
Kushtet për fillimin e biznesit		
Neni 6	Po	Zbatim i menjëhershëm. Rekomandohet lejimi i kompanive menaxhuese që të ofrojnë shërbimin e menaxhimit të portofoleve, konsulencës për investime dhe ruajtjes dhe administrimit. Kjo mund t’i ndihmojë kompanitë të rrisin asetet nën menaxhim dhe të arrijnë ekonomi të fushës, ndërsa grupet financiare mund të konsolidojnë shërbimet e menaxhimit të aseteve nën një subjekt.
Neni 7	Po	Zbatim i menjëhershëm. Rekomandohet të lejohet përdorimi i garancisë në vend të pagesës së shumës shtesë të mjeteve të veta.
Neni 8	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Marrëdhëniet me vendet e treta		
Neni 9	Po	Zbatim i menjëhershëm. (Duke iu referuar MiFID)
Kushtet e funksionimit		
Neni 10	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 11	Po	Zbatim i menjëhershëm. (Duke iu referuar MiFID)
Neni 12	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 13	Po	Zbatim i menjëhershëm. Rekomandohet që të lejohet delegimi i disa aktiviteteve tek palët e treta për të ulur kostot.
Neni 14	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 14a	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 14b	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 15	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Liria e themelimit dhe liria për të ofruar shërbime		
Neni 16 – Neni 21	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Kapitulli IV – Detyrimet në lidhje me depozitarin		
Neni 22	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 22a	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 23	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 24	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 25	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 26	Po	Zbatim i menjëhershëm.

Neni 26a	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 26b	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Kapitulli V – Detyrimet në lidhje me shoqëritë e investimeve*		
Kushtet për fillimin e biznesit		
Neni 27	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 28	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 29	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Kushtet e funksionimit		
Neni 30	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 31	Po	Zbatim i menjëhershëm.
KAPITULLI VI – Bashkimi i UCITS		
Parimi, autorizimi dhe miratimi		
Neni 37	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 38	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 39	Po	Zbatim i menjëhershëm. Rekomandohet të miratohet opsioni nga paragrafi 6 në mënyrë që të lehtësohen bashkimet.
Neni 40	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Kontrolli i palëve të treta, informacioni i mbajtësve të njësisë dhe të drejtat e tjera të mbajtësve të njësisë		
Neni 41	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 42	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 43	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 44	Po	Zbatim i menjëhershëm. Nuk rekomandohet të kërkohet miratimi i bashkimeve nga mbajtësit e njësive, sepse kjo është e vështirë të arrihet në praktikë.
Neni 45	Po	Zbatim i menjëhershëm. Rekomandohet të miratohet opsioni nga paragrafi 2 në mënyrë që të mbrohen mbajtësit e njësive.
Kostoja dhe hyrja në fuqi		
Neni 46	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 47	Po	Zbatim i menjëhershëm. Nuk duhet të lejohen bashkimet ndërkufitare para se Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 48	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Kapitulli VII – Detyrimet në lidhje me politikat e investimit të UCITS		
Neni 49	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 50	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 50a	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 51	Po	Zbatim i menjëhershëm. Rekomandohet miratimi i opsioneve nga paragrafët 2 dhe 3 në mënyrë që të lejohet përdorimi i marrëveshjeve për riblerje dhe derivativeve.
Neni 52	Po	Zbatim i menjëhershëm. Rekomandohet që të miratohet opsioni nga paragrafët 2, 3, 4 dhe 5, duke pasur parasysh furnizimin e kufizuar të letrave me vlerë në Republikën e Kosovës.
Neni 53	Po	Zbatim i menjëhershëm. Rekomandohet të miratohet opsioni nga paragrafët 1 dhe 2 për qëllimin e përsëritjes së indeksit.

Neni 54	Po	Zbatim i menjëhershëm. Rekomandohet miratimi i opsionit nga paragrafi 1, në funksion të fondeve të investimeve me strategji investimi vendore.
Neni 55	Po	Zbatim i menjëhershëm. Nuk rekomandohet miratimi i opsioneve në paragrafët 1 dhe 2 për të shmangur përqendrimin, investimet ndërkombëtare dhe zonat e errëta në llogaritjet e ekspozimit.
Neni 56	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 57	Po	Zbatim i menjëhershëm. Rekomandohet miratimi i opsionit nga paragrafi 1 në mënyrë që të lehtësohet ngritja e fondeve të investimeve.
Kapitulli VIII – Strukturat kryesore financuese**		
Neni 58	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 59	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 60	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 61	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 62	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 63	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 64	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 65	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Kapitulli IX – Detyrimet në lidhje me informacionin që duhet t'u jepet investitorëve		
Neni 68	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 69	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 70	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 71	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 72	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 73	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 74	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 75	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 76	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 78	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 79	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 80	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 81	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 82	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 82a	Po	Zbatim i menjëhershëm. I referohet Rregullores (EU) Nr. 1286/2014 (PRIIPS).
Kapitulli X – Detyrimet e përgjithshme të UCITS		
Neni 83	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 84	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 85	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 86	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 87	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 88	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 89	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 90	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Kapitulli XI – Dispozitat e veçanta të zbatueshme për UCITS që tregtojnë njësitë e tyre në shtetet anëtare të ndryshme nga ato në të cilat janë themeluar		

Neni 91 – Neni 96	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Kapitulli XII – Dispozitat në lidhje me autoritetet përgjegjëse për autorizimin dhe mbikëqyrjen		
Neni 97	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 98	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 99	Po	Zbatim i menjëhershëm. Duhet të përcaktohet nëse disa shkelje i nënshtrohen ligjit penal shtetëror dhe Republika e Kosovës nuk duhet të përcaktojë rregulla për sanksione administrative. Opsioni nga paragrafi 7 për të vendosur dënime shtesë ose gjoba më të larta monetare nuk konsiderohet i nevojshëm.
Neni 99a	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 99b	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 99c	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 99d	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 99e	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 100	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 101	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 102	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 103	Po	Zbatim i menjëhershëm. Rekomandohet autorizimi i shkëmbimit të informacionit nga paragrafët 1 dhe 4.
Neni 104	Po	Zbatim i menjëhershëm. Rekomandohet autorizimi i shkëmbimit të informacionit nga paragrafi 3.
Neni 104a	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 105	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 106	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 107	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 108	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 109	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 110	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.

* Duhet të merret një vendim politik për formën ligjore të UCITS: (1) grup asetesh pa personalitet juridik, (2) kompani, ose (3) lejohen të dy opsionet.

** Qëllimi kryesor i strukturave kryesore financuese është të lehtësojë shpërndarjen ndërkufitare të fondeve. Duhet të merret një vendim politik nëse Republika e Kosovës dëshiron të lejojë fondet vendore të vepronjë si “financues” për fondet e huaja.

Direktiva 2011/61/EU - AIFMD		
	Detyrim	Zbatimi
Kapitulli I – Dispozitat e përgjithshme		
Neni 1 – Qëllimi	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 2 - Fusha e zbatimit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 3 – Përfashtimet	Po	Zbatim i menjëhershëm. Probabiliteti që ndonjë AIFM nga Republika e Kosovës të arrijë pragjet nga paragrafi 2 është shumë i ulët, rekomandohet të përdoret opsioni nga paragrafi 3 për të miratuar rregulla të posaçme për AIFM nën pragun.* Qëllimi i këtyre rregullave do të ishte imponimi i një grupi minimal standardesh të qeverisjes dhe mbrojtjes së investitorëve për AIFM-të.
Neni 4 - Përkufizimet	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 5 – Përcaktimi i AIFM-së	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Kapitulli II – Autorizimi i AIFM-ve		
Neni 6 – Kushtet për fillimin e aktiviteteve si AIFM	Po	Zbatim i menjëhershëm. Rekomandohet përdorimi i opsionit të paraparë në paragrafin 4 me qëllim që të ndihmojë në arritjen e ekonomisë së shkallës, veçanërisht në segmentin e fondeve që investojnë në letra me vlerë.
Neni 7 – Kërkesa për autorizim	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 8 – Kushtet për lëshimin e autorizimit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 9 – Kapitali fillestar dhe fondet vetanake	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 10 – Ndryshimet në fushëveprimin e autorizimit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 11 – Tërheqja e autorizimit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Kapitulli III – Kushtet e funksionimit për AIFM-të		
Neni 12 – Parimet përgjithshëm	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 13 - Kompensimi	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 14 – Konfliktet e interesit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 15 – Menaxhimi i rrezikut	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 16 – Menaxhimi i likuiditetit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 17	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 18 – Kërkesat organizative	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 19 - Vlerësimi	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 20 - Delegimi	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 21 - Depozitari	Po	Zbatim i menjëhershëm. Rekomandohet miratimi i opsionit nga paragrafi 3 për lloje specifike të fondeve që investojnë në tregjet private.
Kapitulli IV – Kërkesat për transparencë		
Neni 22 – Raporti vjetor	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 23 – Shpalosja e investitorëve	Po	Zbatim i menjëhershëm.

Neni 24 – Detyrimet e raportimit tek autoritetet kompetente	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Kapitulli V – AIFM-të që menaxhojnë lloje specifike të AIF-ve		
Neni 25 – Përdorimi i informacionit nga autoritetet kompetente, bashkëpunimi mbikëqyrës dhe kufizimet e levave	Po	Zbatim i menjëhershëm. Dispozitat duhet të përshtaten me faktin se Republika e Kosovës ende nuk është anëtarësuar në BE.
Neni 26 – Detyrimet për AIFM-të që administrojnë AIF-të që marrin kontrollin e kompanive dhe emetuesve të palistuar.	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 27 – Njoftimi për blerjen e aksioneve kryesore dhe kontrollin e kompanive të palistuara	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 28 – Shpalosja në rast të marrjes së kontrollit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 29 – Dispozitat specifike në lidhje me raportin vjetor të AIF-ve që ushtrojnë kontrollin e kompanive të palistuara.	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 30 – Zhveshja e aseteve	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Kapitulli VI – Të drejtat e AIFM-ve të BE-së për të tregtuar dhe menaxhuar AIF-të e BE-së në Bashkim		
Neni 30a – Neni 33	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE. Rekomandohet zbatimi i disa dispozitave menjëherë brenda kontekstit lokal, p.sh. dispozitat që lidhen me para-marketingun dhe marketingun.
Kapitulli VII – Rregullat specifike në lidhje me vendet e treta**		
Neni 34	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 35	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 36	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 37	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 38	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 39	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 40	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE. Nëse merret vendimi për lejimin e marketingut të AIF-ve të huaja, disa dispozita mund të zbatohen menjëherë.
Neni 41	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 42	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE. Nëse merret vendimi për lejimin e

		marketingut të AIF-ve të huaja, disa dispozita mund të zbatohen menjëherë.
Kapitulli VIII – Tregtimi për investitorët e vegjël		
Neni 43 – Tregtimi i AIF-ve nga AIFM-të për investitorët e vegjël	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE. Rekomandohet të lejohet tregtimi i AIF-ve për investitorët e vegjël në kushte të caktuara (p.sh. Varësisht nga lloji i fondeve, strategjisë së investimit, etj.).
Neni 43a – Lehtësirat në dispozicion të investitorëve të vegjël	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Titulli IX – Autoritetet kompetente		
Neni 44 – Caktimi i autoriteteve kompetente	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 45 – Përgjegjësia e autoriteteve kompetente në Shtetet Anëtare	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 46 – Kompetencat e autoriteteve kompetente	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 47 – Autorizimet dhe kompetencat e AELVT-së	Jo	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 48 – Dënimet administrative	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 49 – E drejta e ankesës	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 50 – Detyrimi për bashkëpunim	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 51 – Transferimi dhe ruajtja e të dhënave kompetente	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 52 – Shpalosja e informacionit vendeve të treta	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 53 – Shkëmbimi i informacionit në lidhje me pasojat e mundshme sistematike të veprimtarisë së AIFM-së	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 54 – Bashkëpunimi në veprimtaritë mbikëqyrëse	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 55 – Zgjidhja e mosmarrëveshjeve	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.

* Është vendim politik nëse AIFMD e plotë duhet të transpozohet nëse shumica e fondeve bien nën pragjet.

** Është vendim politik nëse do të lejohen AIF-të e huaja të tregtohen në Republikën e Kosovës. Mund të duhet gjithashtu të merret një vendim nëse do të diferencohen AIFM-të dhe AIF-të e BE-së dhe ato që nuk janë të BE-së.

Direktiva 2004/109/EC – Direktiva për Transparencë		
	Detyrim	Zbatim
Kapitulli I – Dispozitat e përgjithshme		
Neni 1 – Qëllimi dhe fusha e zbatimit	Po	Zbatim i menjëhershëm. Rekomandohet përdorimi i opsionit nga paragrafi 3 dhe përjashtimi i letrave me vlerë qeveritare, rajonale dhe vendore nga detyrimet për të zvogëluar barrën administrative.
Neni 2 – Përkufizimet	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 3 – Integrimi i tregjeve të letrave me vlerë	Jo	Nuk rekomandohet të zbatohet asnjë nga përjashtimet nga neni 3, të cilat i lejojnë shtetet anëtare të vendosin kërkesa më të rrepta.
Kapitulli II – Informacioni periodik		
Neni 4 – Raportet financiare vjetore	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 5 – Raportet financiare gjashtëmujore	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 6 – Raporti i pagesave për qeveritë	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 7 – Përgjegjësia dhe detyrimi	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 8 – Përjashtimet	Po	Zbatim i menjëhershëm. Rekomandohet aplikimi i opsionit nga paragrafi 2 për të zvogëluar barrën administrative për institucionet kredituese që emetojnë letra me vlerë.
Kapitulli III – Informacioni i vazhdueshëm		
Neni 9 – Njoftimi për përvetësimin dhe shpërndarjen e aksioneve kryesore	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 10 – Përvetësimi ose shpërndarja e pjesëve kryesore të të drejtave të votimit	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 11	Po	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 12 – Procedurat për njoftimin dhe shpalosjen e aksioneve kryesore	Po	Zbatim i menjëhershëm. Rekomandohet të përdoret opsioni nga paragrafi 7 për të zvogëluar barrën administrative për emetuesit.
Neni 13	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 13a – Grumbullimi	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 14	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 15	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 16 – Informacioni shtesë	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 17 – Kërkesat për informacion për emetuesit, aksionet e të cilëve janë të pranuar për tregtim në një treg të rregulluar	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 18 - Kërkesat për informacion për emetuesit, aksionet e të cilëve janë të	Po	Zbatim i menjëhershëm.

pranuara për tregtim në një treg të rregulluar		
Kapitulli IV – Detyrimet e përgjithshme		
Neni 19 – Kontrolli i shtetit anëtar të origjinës	Po	Zbatim i menjëhershëm. Rekomandohet të përdoret opsioni nga paragrafi 2 për të zvogëluar barrën administrative.
Neni 20 – Gjuha	Po	Zbatim i menjëhershëm. Rekomandohet të lejohet shpалosja e informacionit të rregulluar në një gjuhë të zakonshme në fushën e financave ndërkombëtare për të tërhequr investitorë të huaj (në praktikë do të thotë gjuha angleze).
Neni 21 – Qasja në informacionin e rregulluar	Po	Zbatim i menjëhershëm. Duhet të emërtohet një mekanizëm i caktuar zyrtarisht për ruajtjen në nivel qendror të informacionit të rregulluar. Sugjerohet që autoriteti rregullator i emëruar të bëhet mekanizëm i emëruar zyrtarisht.
Neni 21a – Pika evropiane e qasjes elektronike	Jo	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 22 – Qasja në informacionin e rregulluar në nivel të Bashkimit	Jo	Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Neni 23 – Vendet e treta	Po	Zbatim i menjëhershëm. Rekomandohet të përdoret opsioni nga paragrafi 1 për të zvogëluar barrën administrative.
Kapitulli V – Autoritetet kompetente		
Neni 24 – Autoritetet kompetente dhe kompetencat e tyre	Po	Zbatim i menjëhershëm. Për shkak të numrit të vogël të emetuesve të pritur, nuk rekomandohet të miratohen opsionet nga paragrafët 1 dhe 2.
Neni 25 – Sekretet profesional dhe bashkëpunimi ndërmjet shteteve anëtare	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 26 – Masat paraprake		Zbatohet sapo Republika e Kosovës të anëtarësohet në BE.
Kapitulli VI – Aktet e deleguara dhe masat zbatuese		
Neni 27 – Neni 27b	Jo	
Kapitulli VIA – Sanksionet dhe masat		
Neni 28	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 28a	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 28b	Po	Zbatim i menjëhershëm. Rekomandohet të përdoret opsioni nga paragrafi 2 për të zvogëluar barrën administrative. Nuk rekomandohet miratimi i opsionit nga paragrafi 3.
Neni 28c	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 28d	Jo	
Kapitulli VIB – Publikimi i vendimeve		
Neni 29	Po	Zbatim i menjëhershëm.
Neni 30	Po	Zbatim i menjëhershëm.