

# **Ciljevi i načela reguliranja nadzora trgovine vrijednosnicama**

**Međunarodna organizacija nadzornih tijela za vrijednosne papire  
(International Organization of Securities Commissions - IOSCO)**

**svibanj 2003.**

## **Predgovor i sažetak**

Ovaj dokument objašnjava 30 načela regulative nadzora tržišta vrijednosnica<sup>1</sup>, koja se zasnivaju na tri cilja nadzora tržišta vrijednosnica. To su:

- **Zaštita investitora<sup>2</sup>;**
- **Osiguranje poštenih, učinkovitih i transparentnih tržišta;**
- **Smanjenje sustavnih rizika.**

30 načela potrebno je provesti u praksi unutar relevantnog pravnog okvira kako bi se ostvarili gore navedeni ciljevi nadzora. Načela su svrstana u osam kategorija.

### **A. Načela koja se odnose na regulatora**

- 1 Odgovornosti regulatora trebaju biti jasne i objektivno navedene.
- 2 Regulator treba biti operativno neovisan i odgovoran u obavljanju svojih funkcija i ovlasti.
- 3 Regulator treba imati primjerene ovlasti, odgovarajuće resurse i mogućnost obavljanja svojih funkcija i izvršavanja svojih ovlasti.
- 4 Regulator treba usvojiti jasne i dosljedne regulatorne postupke.
- 5 Zaposlenici regulatora trebaju se pridržavati najviših profesionalnih standarda uključujući primjerene standarde povjerljivosti.

### **B. Načela za samoregulaciju**

- 6 Regulatorni sustav treba na primjeren način koristiti samoregulatorne organizacije (SRO) koje imaju direktnu odgovornost za nadzor unutar svojih područja nadležnosti, do stupnja primjerenog veličini i kompleksnosti tržišta.
- 7 SRO trebaju biti pod nadzorom regulatora te tijekom vršenja svojih ovlasti i izvršavanja dodijeljenih obveza poštovati standarde pravednosti i povjerljivosti.

### **C. Načela za provođenje regulative za nadzor tržišta vrijednosnica**

- 8 Regulator treba imati opsežne ovlasti za inspekciju, istragu i nadzor.
- 9 Regulator treba imati opsežne ovlasti za potrebe provođenja odluka.

---

<sup>1</sup> Radi praktičnosti, u ovom dokumentu termin „tržište vrijednosnica“ koristi se sažeto, tamo gdje to dopušta kontekst, za označavanje različitih sektora tržišta. Tamo gdje to kontekst dopušta, taj bi se termin naročito trebao shvatiti tako da se odnosi i na tržište izvedenicama. Isto se odnosi i na termin „nadzor tržišta vrijednosnica“ (vidi IOSCO By-Laws, Explanatory Memorandum).

<sup>2</sup> Izraz „investitor“ obuhvaća klijente ili druge korisnike financijskih usluga.

- 10 Regulatorni sustav treba osigurati učinkovitu i prihvatljivu upotrebu ovlasti za potrebe inspekcije, istrage, nadzora i provođenja odluka, te provođenje učinkovitog programa usklađenosti.

#### **D. Načela za suradnju u regulaciji**

- 11 Regulator treba imati ovlasti za razmjenu i javnih i nejavnih informacija s domaćim i stranim relevantnim tijelima.
- 12 Regulatori trebaju uspostaviti sustave za razmjenu informacija koji definiraju kada i kako će se razmjenjivati javne i nejavne informacije s domaćim i stranim relevantnim tijelima.
- 13 Regulatorni sustav treba omogućiti pružanje pomoći stranim regulatorima koji pri obavljanju svojih dužnosti i izvršavanju svojih ovlasti trebaju postavljati upite.

#### **E. Načela za izdavatelje**

- 14 Mora postojati potpuna, pravovremena i ispravna objava financijskih rezultata i drugih informacija koje su važne za odluke investitora.
- 15 Imatelje vrijednosnica u društvima treba tretirati pošteno i nepristrano.
- 16 Standardi računovodstva i revizije moraju biti visoke i međunarodno prihvaćene kakvoće.

#### **F. Načela za sustave zajedničkog ulaganja**

- 17 Regulatorni sustav treba postaviti standarde podobnosti i reguliranja onih koji žele promovirati sustave zajedničkog ulaganja ili upravljati njima.
- 18 Regulatorni sustav treba odrediti pravila koja definiraju pravni oblik i strukturu sustava zajedničkog ulaganja te odvajanje i zaštitu imovine klijenata.
- 19 Reguliranje treba zahtijevati objavu, kako je prethodno navedeno u načelima za izdavatelje, neophodnu za vrednovanje prikladnosti nekog sustava zajedničkog ulaganja za određenog investitora i vrijednosti udjela investitora u sustavu.
- 20 Reguliranje treba osigurati postojanje odgovarajuće i vidljive osnove za vrednovanje imovine, određivanje cijena i otkup udjela u sustavu zajedničkog ulaganja.

## **G. Načela za posrednike na tržištu**

- 21 Reguliranje treba omogućiti minimalne ulazne standarde za posrednike na tržištu.
- 22 Trebaju postojati inicijalni i tekući kapitalni i ostali prudencijalni zahtjevi za posrednike na tržištu koji odražavaju rizike koje posrednici preuzimaju.
- 23 Od posrednika na tržištu treba zahtijevati da se pridržavaju standarda o unutarnjoj organizaciji i operativnim postupcima koji za cilj imaju zaštitu interesa klijenata, osiguravanje ispravnog upravljanja rizicima, i prema kojima uprava posrednika prihvaća primarnu odgovornost za ta pitanja.
- 24 Trebaju postojati procedure za postupanje u slučaju neuspjeha posrednika na tržištu s ciljem minimiziranja šteta i gubitka investitora te obuzdavanja sustavnog rizika.

## **H. Načela za sekundarno tržište**

- 25 Uspostava sustava trgovanja uključujući i burze treba ovisiti o regulatornim ovlaštenjima i biti pod regulatornim nadzorom.
- 26 Treba postojati tekući regulatorni nadzor burzi i sustava trgovanja koji bi morao očuvati cjelovitost trgovanja donošenjem poštenih i nepristranih pravila koja postižu ravnotežu između zahtjeva različitih sudionika na tržištu.
- 27 Reguliranje treba promovirati transparentnost trgovanja.
- 28 Reguliranje treba biti uspostavljeno na način da otkrije i spriječi manipulaciju i ostale nepoštene radnje pri trgovanju.
- 29 Reguliranje treba osigurati ispravno upravljanje velikim izloženostima, uobičajenim rizikom i tržišnim poremećajima.
- 30 Sustavi za prijeboj i namiru transakcija vrijednosnicama trebaju biti pod nadzorom regulatora, te izrađeni tako da budu pošteni, djelotvorni i učinkoviti, te da smanjuju sustavni rizik.

## Sadržaj

### Prvi dio – Uvod i izjava o ciljevima i načelima

<b>1. Uvod</b>	<b>1</b>
<b>2. Provedba</b>	<b>2</b>
<b>3. Struktura dokumenta</b>	<b>3</b>
<b>4. Ciljevi nadzora tržišta vrijednosnica</b>	<b>3</b>
4.1. Ciljevi nadzora tržišta vrijednosnica.....	3
4.2. Analiza ciljeva .....	3
4.2.1. Zaštita investitora .....	4
4.2.2. Osiguravanje poštenih, učinkovitih i transparentnih tržišta .....	4
4.2.3. Smanjenje sustavnog rizika .....	5
<b>5. Regulatorno okruženje</b>	<b>5</b>
<b>Drugi dio – Regulator</b>	<b>7</b>
<b>6. Regulator</b>	<b>7</b>
6.1. Načela koja se odnose na regulatora.....	7
6.2. Jasna odgovornost .....	7
6.3. Neovisnost i odgovornost .....	7
6.4. Primjerene ovlasti i odgovarajući resursi .....	8
6.5. Jasni i dosljedni regulatorni procesi .....	8
6.6. Ponašanje osoblja .....	9
<b>7. Samoregulacija</b>	<b>9</b>
7.1. Načela samoregulacije .....	9
7.2. Uloga SRO-a .....	9
7.3. Ovlaštenje i nadzor .....	10
<b>8. Provođenje regulative za nadzor tržišta vrijednosnica</b>	<b>11</b>
8.1. Načela za provođenje regulative za nadzor tržišta vrijednosnica.....	11
8.2. Programi inspekcije i usklađivanja .....	11
8.3. Sveobuhvatne ovlasti za provođenje mjera.....	12
8.4. Međunarodno provođenje mjera.....	13
8.5. Pranje novca .....	13
<b>9. Suradnja u regulaciji</b>	<b>13</b>
9.1. Načela za suradnju u regulaciji .....	13
9.2. Potreba za domaćom suradnjom .....	14

9.3. Potreba za međunarodnom suradnjom .....	14
9.4. Opseg suradnje .....	15
9.5. Suradnja u vezi s financijskim konglomeratima .....	17
<b>Treći dio – Izdavatelji, posrednici na tržištu i sekundarna tržišta</b>	<b>18</b>
<b>10. Izdavatelji</b>	<b>18</b>
10.1. Načela za izdavatelje .....	18
10.2. Opseg ovog dijela i potreba za reguliranjem izdavatelja.....	18
10.3. Pravovremeno objavljivanje informacija .....	19
10.4. Kada se zahtijeva objava .....	19
10.5. Informacije o korporativnoj kontroli .....	20
10.6. Računovodstveni i revizorski standardi .....	21
<b>11. Sustavi zajedničkog ulaganja</b>	<b>22</b>
11.1. Načela za sustave zajedničkog ulaganja .....	22
11.2. Opseg ovog dijela .....	22
11.3. Podobnost za poziciju rukovoditelja .....	22
11.4. Nadzor djelovanja, sukoba interesa i delegiranja .....	23
11.5. Pravni oblik i struktura .....	23
11.6. Objava investitorima .....	24
11.7. Zaštita klijentove imovine .....	25
11.8. Vrednovanje imovine i određivanje cijena .....	25
11.9. Otkup udjela u sustavu .....	25
11.10. Međunarodna regulatorna suradnja .....	25
<b>12. Posrednici na tržištu</b>	<b>26</b>
12.1. Načela za posrednike na tržištu .....	26
12.2. Opseg ovog dijela .....	26
12.3. Licenciranje i nadzor .....	27
12.4. Adekvatnost kapitala .....	28
12.5. Pravila postupanja pri poslovanju i ostali prudencijalni zahtjevi .....	29
12.6. Ponašanje u slučaju financijskog neuspjeha posrednika .....	31
12.7. Nadzor posrednika na tržištu .....	31
12.8. Investicijski savjetnici .....	32
<b>13. Sekundarno tržište</b>	<b>33</b>
13.1. Načela za sekundarno tržište .....	33
13.2. Opseg ovog dijela .....	33

13.3. Burze i sustavi trgovanja .....	33
13.4. Tekući nadzor sustava i informacije o tržišnim procesima .....	35
13.5. Transparentnost trgovanja.....	35
13.6. Zabrana manipuliranja i ostalih nepoštenih radnji pri trgovanju .....	36
13.7. Velike izloženosti, postupci u slučaju neplaćanja i tržišni poremećaji.....	36
13.8. Prijeboj i namira .....	37
13.9. Reguliranje i standardi za sustave prijeboja i namire .....	37
13.10. Provjera trgovanja u sustavima prijeboja i namire .....	38
13.11. Rizici u sustavima prijeboja i namire: „margining“, netiranje, kratka prodaja („short selling“) i posuđivanje vrijednosnica .....	38
13.11.1. „Margining“.....	39
13.11.2. Netiranje .....	39
13.11.3. Kratka prodaja (prodaja vrijednosnog papira kojim prodavatelj ne raspolaže u trenutku prodaje) i posuđivanje vrijednosnica .....	39

**Prilozi 1 – Popis IOSCO-vih rezolucija**

**Prilozi 2 – Javni IOSCO-vi dokumenti**

**Prilozi 3 – Pravni okvir**

## Prvi dio – Uvod i izjava o ciljevima i načelima

### 1. Uvod

Ovaj dokument objašnjava tri cilja na kojima se temelji reguliranje tržišta vrijednosnica. Iako postoje lokalne razlike u strukturama tržišta, ti ciljevi čine osnovu za djelotvoran sustav nadziranja tržišta vrijednosnica.

Dokument također objašnjava i trideset načela nadzora tržišta vrijednosnica, koja ciljeve stavljaju u praktični kontekst. U analizi se daju neki primjeri sadašnjih praksi, uz spoznaju kako se te prakse trebaju i hoće mijenjati kako se mijenja i tržište, te kako tehnologija i poboljšana koordinacija između regulatora omogućuju primjenu ostalih strategija.

Tržišta vrijednosnica i izvedenica važna su za rast, razvoj i jačanje tržišnih ekonomija. Ona podupiru korporativne inicijative, financiraju realizaciju novih ideja i omogućavaju upravljanje financijskim rizikom. Nadalje, s obzirom na to da mali investitori ulažu sve veći udio svojih sredstava u investicijske fondove i ostale sustave zajedničkog ulaganja, tržišta vrijednosnica postala su izrazito važna kod izrade mirovinskih planova i planova štednje pojedinaca.

Čvrsto i efikasno reguliranje, te samim tim i povjerenje koje nastaje kao rezultat, važni su za integritet, rast i razvoj tržišta vrijednosnica<sup>3</sup>.

IOSCO je vodeće međunarodno udruženje regulatora tržišta vrijednosnica. Široko članstvo organizacije regulira više od 90% svjetskih tržišta vrijednosnica. Članovi IOSCO-a reguliraju više od 100 područja nadležnosti, a članstvo organizacije postojano raste.

Preambula IOSCO-vih Propisa navodi:

Nadzorna tijela za vrijednosnice odlučila su surađivati kako bi osigurala bolje reguliranje tržišta, kako na domaćoj, tako i na međunarodnoj razini, s ciljem očuvanja pravednih, učinkovitih i postojanih tržišta, te će:

- Razmjenjivati informacije o svojim iskustvima s ciljem promicanja razvoja domaćih tržišta;
- Ujediniti se u pokušaju uspostavljanja standarda i učinkovitog nadzora međunarodnih transakcija s vrijednosnicama;
- Međusobno si pružati pomoć kako bi se osigurao integritet tržišta strogo primjenom standarda i učinkovitim provođenjem odredbi u slučaju prijestupa.

IOSCO uviđa kako su pouzdana domaća tržišta nužna za snagu razvijenog domaćeg gospodarstva te da se domaća tržišta vrijednosnica rastućim tempom integriraju u globalno tržište.

IOSCO-vi Propisi također odražavaju mišljenje kako se regulatori tržišta vrijednosnica, i na domaćoj i na međunarodnoj razini, trebaju voditi neprekidnom brigom za zaštitu investitora.

Međunarodna zajednica regulatora mora pružati savjete i biti mjerilo prema kojem se može izmjeriti napredak u smjeru učinkovite regulacije. Ovaj dokument svjedoči o IOSCO-vom nastojanju da se uspostave i održe dosljedno visoki regulatorni standardi za industriju vrijednosnica. Kao vodeće

---

<sup>3</sup> IOSCO Public Document No. 95, *Measures to Disseminate Stock Property*, IOSCO Emerging Markets Committee, May 1999.

međunarodno udruženje regulatora, IOSCO prihvaća odgovornost za pomoć pri uspostavljanju visokih regulatornih standarda.

Dosljedno visoki regulatorni standardi i učinkovita međunarodna suradnja neće samo zaštititi investitore već će i smanjiti sustavni rizik.

Regulatori se moraju pripremiti za suočavanje sa značajnim izazovima koje donosi sve veća važnost tehnologije i naročito napreci u području elektroničke trgovine.

Sve globaliziranija i integriranija financijska tržišta značajni su izazovi za reguliranje tržišta vrijednosnica. Istovremeno, tržišta, a naročito neka tržišta u razvoju koja su u posljednjim godinama doživjela visok rast, sklona su utjecajima međugraničnih i međumovinskih interakcija, a neka su također sklona naglašenim kratkoročnim volatilnostima nakon ekonomskih udara ili tijekom razdoblja velike nesigurnosti. Usljed toga, regulatori u globalnom i integriranom okruženju moraju biti u mogućnosti procijeniti prirodu međugraničnih poslovanja ukoliko žele osigurati postojanje poštenih, učinkovitih i transparentnih tržišta.

Sve globaliziranije tržište sa sobom također donosi i povećanu ovisnost regulatora jednih o drugima. Među njima trebaju postojati snažne poveznice, kao i sposobnost da te poveznice naprave učinkovitima. Regulatori moraju također dijeliti međusobno povjerenje. Razvoj tih poveznica i povjerenja potaknut će se razvojem zajedničkog skupa načela i istih regulatornih ciljeva.

Mnoge od tema navedenih u ovom dokumentu već su otprije tematika IOSCO-vih izvještaja ili Rezolucija<sup>4</sup>. Izvještaji koje je IOSCO objavio te Rezolucije koje je usvojilo njegovo članstvo također su vrijedni izvori informacija o načelima koja čine podlogu učinkovite regulacije tržišta vrijednosnica te alati i tehnike potrebne kako bi se ta načela aktivirala. Ovaj se dokument poziva na ta izvješća kao na osnovni izvor. IOSCO-va izvješća općenito donose detaljniju obradu određene teme. U ovom se dokumentu ta izvješća i rezolucije navode u bilješkama te se trebaju analizirati pri obradi određene teme. Kopije tekstova tih izvješća i rezolucija mogu se nabaviti kod IOSCO-va Tajništva.<sup>5</sup>

## **2. Provedba**

Odobrenjem ovog dokumenta članovi IOSCO-a izražavaju svoju opredijeljenost za ciljeve i načela koja dokument definira. Koliko je to moguće unutar njihovih nadležnosti, namjeravaju učiniti sve da unutar svojih ovlasti osiguraju pridržavanje tih načela. Ukoliko trenutna regulativa, politika ili regulatorni postupci ometaju pridržavanje tih načela, namjeravaju u istima tražiti izmjene<sup>6</sup>.

Često nema jedinstvenog ispravnog pristupa u vezi s regulacijom. Legislativa i regulatorne strukture različite su u svakoj državi i odražavaju uvjete lokalnog tržišta te povijesnog razvoja. Određeni način kojim države implementiraju ciljeve i načela opisane u ovom dokumentu mora uzeti u obzir cijeli lokalni kontekst, uključujući relevantni pravni i gospodarstveni okvir.

Ovisno o predmetnom pitanju i ustroju unutar određenih država, provedba načela može zahtijevati sve ili dio navedenog: promjenu zakona ili propisa; promjenu u politici ili praktičnom postupanju regulatornog tijela; bilateralni ili multilateralni dogovor.

---

<sup>4</sup> Potpuni popis IOSCO-vih Rezolucija nalazi se u Prilogu 1. Potpun popis IOSCO javnih dokumenata nalazi se u Prilogu 2.

<sup>5</sup> Internet adresa IOSCO-va Tajništva je <http://www.iosco.org/>.

<sup>6</sup> Vidi IOSCO Resolution No. 41: Resolution on IOSCO Adoption of the Objectives and Principles of Securities Regulation (P.C.), September 1998:

Regulator treba često iznova analizirati način na koji se regulacija tržišta vrijednosnica obavlja na njegovu tržištu. Ovaj dokument ne pokriva iscrpno sva područja tržišne aktivnosti; sama tržišta neprestano se razvijaju i sadržaj regulative mora se također mijenjati ako želi potpomoći i ispravno regulirati ta tržišta u razvoju.<sup>7</sup> Zbog toga se očekuje kako će se način kojim će se aktivirati načela opisana u ovom dokumentu s vremenom mijenjati.

### **3. Struktura dokumenta**

Ovaj je dokument podijeljen na tri dijela.

Prvi dio sadrži uvod u dokument i izjavu o ciljevima i načelima nadzora tržišta vrijednosnica. Također, dan je kratak osvrt na svaki pojedini cilj.

Drugi dio opisuje poželjne osobine regulatora i potencijalnu ulogu samoregulirajućih organizacija. Također razmatra i regulatorovo provođenje mjera i nadzor tržišta te potrebu za bliskom suradnjom između regulatora.

Treći dio razmatra praktične implikacije ciljeva nadzora tržišta vrijednosnica s posebnim osvrtom na izdavatelje, sustave zajedničkog ulaganja, posrednike na tržištu, sekundarno trgovanje, te prijeboj i namiru transakcija.

Svaki značajniji dio u Drugom i Trećem dijelu uključuje i uokvireni pododjeljak koji sadrži sažetak načela na koje treba obratiti pažnju pri ostvarivanju ciljeva.

### **4. Ciljevi nadzora tržišta vrijednosnica**

#### ***4.1. Ciljevi nadzora tržišta vrijednosnica***

Tri su osnovna cilja nadzora tržišta vrijednosnica:

- Zaštita investitora;
- Osiguravanje poštenih, učinkovitih i transparentnih tržišta;
- Smanjenje sustavnog rizika.

#### ***4.2. Analiza ciljeva***

Tri osnovna cilja blisko su povezana te se u nekim aspektima preklapaju. Mnogi od zahtjeva koji pomažu osigurati poštena, učinkovita i transparentna tržišta također štite i investitore te pomažu pri smanjenju sustavnog rizika. Isto tako, mnoge mjere koje smanjuju sustavni rizik štite investitore.

Nadalje, pitanja kao što su detaljni programi nadzora i usklađivanja, učinkovito provođenje mjera i bliska suradnja s ostalim regulatorima neophodna su kako bi sva tri cilja bila učinkovito provedena.

Gore spomenuti ciljevi regulacije opisani su u nastavku teksta. U Drugom i Trećem dijelu dokumenta načini za postizanje tih ciljeva definirani su u 30 načela i detaljnije opisani i u kontekstu stvarnih tržišnih struktura i situacija.

---

<sup>7</sup> Vidi IOSCO Public Document No. 83, *Securities Activity on the Internet*, IOSCO Technical Committee, September 1998 i IOSCO Public Document No. 120, *Securities Activity on the Internet II*, IOSCO Technical Committee, June 2001.

#### **4.2.1. Zaštita investitora**

Investitore je potrebno zaštititi od obmanjujućih i manipulativnih radnji te nepoštenih postupaka, uključujući „*insidersku*“ trgovinu, „*front running*“ ili trgovanje prije kupaca te drugu zloupotrebu imovine klijenta.

Potpuno objavljivanje informacija važnih za odluke investitora najvažnija je metoda za osiguranje zaštite investitora. Oni su na taj način u mogućnosti bolje procijeniti moguće rizike i dobit od svojih ulaganja te time i zaštititi vlastite interese. Kao ključne komponente zahtjeva za objavljivanjem moraju postojati računovodstveni i revizorski standardi visoke i međunarodno prihvatljive kakvoće.

Samo se ovlaštenim osobama ili osobama s valjanom licencom može dozvoliti da u javnosti istupaju kao pružatelji usluga investicijskog savjetovanja, primjerice, kao posrednici na tržištu ili provoditelji transakcija. Inicijalni i tekući kapitalni zahtjevi koji se nameću tim ovlaštenim osobama ili osobama koje posjeduju valjane licence trebaju biti postavljeni na način kojim je moguće postići okruženje u kojem društvo za vrijednosnice može ispuniti postavljene zahtjeve, te ukoliko je nužno, prestati s radom bez štete za svoje klijente.

Nadzor posrednika na tržištu treba osigurati zaštitu potrošača na način da se odrede minimalni standardi za sudionike na tržištu. Posrednici na tržištu moraju tretirati investitore na jednak i nediskriminirajući način te sukladno standardima koji moraju biti definirani u pravilima poslovnog ponašanja. Mora postojati sveobuhvatan sustav programa inspekcije, nadzora i usklađivanja.

Investitori su na tržištu vrijednosnica naročito izloženi lošem postupanju posrednika i ostalih sudionika, no mogućnost pojedinačnih investitora da poduzmu neke korake može biti ograničena. Nadalje, složenost transakcija vrijednosnicama i nepoštenih postupaka zahtijeva snažnu provedbu zakona o vrijednosnicama. Kada se zakon prekrši, investitore je potrebno zaštititi odlučnom primjenom tog zakona.

Investitori moraju imati mogućnost pristupa neutralnim mehanizmima (kao što su sud ili drugi mehanizmi rješavanja sporova) ili načinima odštete i kompenzacije za nepropisno ponašanje.

Djelotvoran nadzor i provođenje mjera ovise o uskoj suradnji između regulatora na domaćoj i međunarodnoj razini.

#### **4.2.2. Osiguravanje poštenih, učinkovitih i transparentnih tržišta**

Regulatorovo odobrenje osoba koje rukovode burzama i sustavima trgovanja, kao i pravila za trgovanje, pomaže u osiguravanju poštenih tržišta.

Poštenje tržišta u bliskoj je vezi sa zaštitom investitora, a naročito sa sprječavanjem neodgovarajućeg postupanja pri trgovanju. Tržišne strukture ne smiju nepropisno preferirati neke korisnike tržišta u odnosu na druge. Regulacija treba otkriti, spriječiti i kazniti manipuliranje tržištem i ostale nepoštene postupke pri trgovanju.

Regulacija treba težiti tome da investitorima na pravedan način omogući pristup tržišnim ponudama i informacijama o tržištu ili cijeni. Ona također mora promicati tržišne postupke koji omogućavaju pošteno postupanje s nalogima i pouzdan postupak formiranja cijena.

Na učinkovitom tržištu distribucija relevantnih informacija je pravovremena i široka te se odražava u postupku formiranja cijena. Regulacija treba unaprijediti učinkovitost tržišta.

Transparentnost se može definirati kao mjera u kojoj se informacije o trgovanju (one vezane za razdoblja i prije i nakon trgovanja) javno objavljuju u stvarnom vremenu. Informacije o razdoblju prije trgovanja odnose se na objavu nadmetanja i ponude kao način da se omogući investitorima da s nekim stupnjem sigurnosti doznaju mogu li i po kojim cijenama trgovati. Informacije o razdoblju nakon trgovanja u vezi su s cijenama i obujmom svih stvarno zaključenih pojedinačnih transakcija. Regulacija treba osigurati najvišu razinu transparentnosti.

#### **4.2.3. Smanjenje sustavnog rizika**

Iako se od regulatora ne može očekivati sprječavanje financijskog neuspjeha posrednika na tržištu, regulacija treba težiti smanjenju rizika od neuspjeha (između ostalog i putem zahtjeva koji se odnose na kapital i unutarnju kontrolu)<sup>8</sup>. Kada ipak dođe do financijskog neuspjeha, regulacija treba naći način da ga ublaži te naročito pokušati izolirati rizik za instituciju u kojoj se dogodio<sup>9</sup>.

Zbog toga posrednici na tržištu moraju ispunjavati adekvatne i stalne kapitalne, kao i druge prudencijalne zahtjeve. Ukoliko je nužno, posrednik mora biti u mogućnosti prestati s obavljanjem svog posla bez gubitka za svoje korisnike i stranke ili štete za sustav.

Preuzimanje rizika izrazito je važno za aktivno tržište i regulator ne smije nepotrebno kočiti legitimno preuzimanje rizika. Regulator bi prije trebao promicati i dopuštati djelotvorno upravljanje rizicima i osigurati da kapitalni i ostali prudencijalni zahtjevi budu dovoljni da pokriju primjereno preuzimanje rizika, omogućujući apsorpciju nekih gubitaka i provjere pretjerano preuzimanje rizika. Neophodan je učinkovit i točan postupak prijetoja i namire koji se nadzire na odgovarajući način te koji koristi učinkovite alate upravljanja rizicima.

Moraju postojati djelotvorne i pravno sigurne metode za unaprijed zadano postupanje. To je pitanje koje zadire izvan zakona o vrijednosnicama sve do odredbi o nesolventnosti u određenoj državi.

Nestabilnost može biti rezultat događaja iz druge države ili se može pojaviti u nekoliko država pa odgovori regulatora na tržišne poremećaje moraju biti usmjereni na tražnje mogućnosti za postizanje domaće i globalne stabilnosti kroz suradnju i razmjenu informacija.

## **5. Regulatorno okruženje**

Ovaj dokument indirektno iznosi stajalište kako regulacija mora omogućiti formiranje kapitala i ekonomski rast. U kontekstu regulacije potrebno je prepoznati i prednosti tržišne konkurencije.

Regulacija je nužna za osiguranje postizanja triju glavnih ciljeva. Ipak, neprimjerena regulacija može predstavljati neopravdani teret na tržište i kočiti tržišni rast i razvoj.

Moguće je definirati nekoliko obilježja učinkovite regulacije koja su u skladu s jasnim ekonomskim rastom:

- Ne smije biti nepotrebnih prepreka ni za ulaz ni za izlaz s tržišta ili proizvoda;
- Tržišta moraju biti otvorena širokom rasponu sudionika koji zadovoljavaju definirane ulazne kriterije;

---

<sup>8</sup> Vidi IOSCO Public Document No. 80, Causes, Effects And Regulatory Implications Of Financial and Economic Turbulence in Emerging Markets - Interim Report, IOSCO Emerging Markets Committee, September 1998, i IOSCO Public Document No. 99, Causes, Effects and Regulatory Implications of Financial and Economic Turbulence in Emerging Markets, IOSCO Emerging Markets Committee, November 1999.

<sup>9</sup> Vidi IOSCO Public Document No. 98, *Hedge Funds and Other Highly Leveraged Institutions*, IOSCO Technical Committee, November 1999.

- Pri stvaranju svojih politika regulatorna tijela moraju razmotriti utjecaj nametnutih zahtjeva;
- Mora postojati jednak regulatorni teret za sve koji se na neki način financijski obvežu ili u tom smislu nešto obećaju.

Općenitije, treba postojati prikladan i djelotvoran pravni, porezni i računovodstveni okvir unutar kojeg može djelovati tržište vrijednosnica. Zakoni i propisi vezani uz tržište vrijednosnica ne mogu postojati izolirano od ostalih zakona i računovodstvenih zahtjeva države.

Naročito važna pitanja vezana uz pravni okvir predstavljena su u Prilogu 3. Namjera tog Priloga nije da predstavi iscrpan popis točaka kojima se potrebno pozabaviti u domaćoj legislativi, već da pomognu prepoznati neka pitanja koja posebno utječu na tržište vrijednosnica<sup>10</sup>.

Računovodstveni standardi također se mogu smatrati aspektom pravnog okvira, no oni (a posebno priprema financijskih izvješća) su obrađeni u kontekstu objave izdavatelja u Odjeljku 10.

---

<sup>10</sup> Osim toga, ispravno korporativno upravljanje bitna je dodatna zaštita interesa dioničara. Korporativno se upravljanje općenito regulira statutom ili pravilima kotacije ili kodeksom upravljanja, a čiji detalji ne spadaju pod opseg ovog dokumenta (također vidi Prilog III). Vidi također the Organization for Economic Cooperation and Development's *OECD Principles of Corporate Governance* at <http://www.oecd.org/pdf/M00008000/M00008299.pdf>. See also IOSCO Resolution No. 47: Resolution on Corporate Governance (E.C.), May 2002.

## Drugi dio - Regulator

Drugi dio opisuje poželjne osobine regulatora<sup>11</sup> i potencijalnu ulogu samoregulatornih organizacija, aktivnosti regulatora vezane uz provedbu mjera i usklađivanje, kao i potrebu za bliskom suradnjom između regulatora.

### 6. Regulator

#### 6.1. Načela koja se odnose na regulatora

**1** Odgovornosti regulatora trebaju biti jasne i objektivno navedene.

**2** Regulator treba biti operativno neovisan i odgovoran u obavljanju svojih funkcija i ovlasti.

**3** Regulator treba imati primjerene ovlasti, odgovarajuće resurse i mogućnost obavljanja svojih funkcija i izvršavanja svojih ovlasti.

**4** Regulator treba usvojiti jasne i dosljedne regulatorne postupke.

**5** Zaposlenici regulatora trebaju se pridržavati najviših profesionalne standarde uključujući primjerene standarde povjerljivosti.

#### 6.2. Jasna odgovornost<sup>12</sup>

Regulator će moći djelovati odgovorno, pošteno i učinkovito ako postoji:

- Jasna definicija odgovornosti, po mogućnosti definiranih zakonom;
- Snažna suradnja između odgovornih tijela<sup>13</sup> putem odgovarajućih kanala;
- Odgovarajuća pravna zaštita regulatora i njegovog osoblja, koje propisno obavlja svoje dužnosti i obveze.

Proizvodi i usluge mogu se prezentirati tako da jedan proizvod ili usluga pokazuje značajke uobičajeno vezane uz barem dvoje od sljedećeg: vrijednosnice, bankarske usluge i osiguranje. Legislativa treba biti takva da osigura da se pri svakoj podjeli odgovornosti izbjegnu propusti ili nejednakosti pri regulaciji. Gdje postoji podjela regulatornih odgovornosti, suštinski iste vrste poslovnog ponašanja u principu ne bi trebale podlijegati nedosljednim regulatornim zahtjevima.

#### 6.3. Neovisnost i odgovornost

Regulator bi tijekom obavljanja svojih funkcija i ovlasti trebao biti operativno neovisan od vanjskih političkih ili komercijalnih utjecaja te odgovoran pri uporabi svojih ovlasti i resursa.

<sup>11</sup> U ovom se dokumentu izraz „regulator“ koristi u sažetom obliku. Ne mora nužno postojati samo jedan regulator. U mnogim državama poželjne osobine regulatora opisane u ovom dokumentu u stvari su odgovornosti podjeljene na dvije ili više vladinih ili kvazivladinih institucija.

<sup>12</sup> Vidi IOSCO Resolution No. 1: *Resolution on the Regulation of Securities Markets* (P.C.), April 1983.

<sup>13</sup> Izraz „odgovorna tijela“ ovdje obuhvaća tijela odgovorna za nadzor tržišta vrijednosnica i ostala državna i regulatorna tijela koja provode zakone.

Neovisnost će se poboljšati postojanjem stabilnog izvora financiranja regulatora.

U nekim državama određena pitanja regulatorne politike zahtijevaju dogovor s vladom, ministrom ili nekim drugim tijelom, ili čak i njihovo odobrenje. Okolnosti u kojima se takav dogovor ili odobrenje zahtijevaju ili dopuštaju trebaju biti jasne, a postupak dovoljno transparentan ili podložan stalnoj analizi s ciljem očuvanja integriteta. Općenito, nije prikladno da te okolnosti uključuju donošenje odluka za svakodnevna tehnička pitanja.

Odgovornost podrazumijeva:

- Regulatora koji djeluje neovisno od interesa sektora;
- Sustav javne odgovornosti regulatora;
- Sustav koji dopušta sudski pregled odluka regulatora.

Kada je odgovornost u vladi ili nekoj drugoj vanjskoj agenciji, moraju se poštovati povjerljivost i gospodarstveno osjetljiva priroda informacija kojima regulator raspolaže. Moraju postojati jamstva zaštite kako bi se zaštitile takve informacije od neprikladnog korištenja ili otkrivanja.

#### ***6.4. Primjerene ovlasti i odgovarajući resursi***

Regulator mora imati primjerene ovlasti, odgovarajuće resurse i sposobnost obavljanja svojih funkcija i provođenja svojih ovlasti.

Ovaj dokument razrađuje praktične implikacije navedenog. To uključuje ovlasti licenciranja, nadzora, inspekcije, istrage i provođenja mjera, koje su detaljnije pojašnjene u kasnijim poglavljima.

Neophodno je primjereno financiranje regulatora kako bi on bio u mogućnosti izvršavati svoje zadaće. Kod određivanja razine resursa moraju se uzeti u obzir poteškoće pri zadržavanju iskusnog osoblja koje ima znanja dragocjena privatnom sektoru.

Regulator mora osigurati da svo njegovo osoblje po potrebi prolazi dodatnu obuku.

#### ***6.5. Jasni i dosljedni regulatorni procesi***

Pri vršenju svojih ovlasti i izvršavanju svojih zadaća regulator treba usvojiti procese koji su:

- Dosljedno primijenjeni;
- Razumljivi;
- Transparentni prema javnosti;
- Poštenu i nepristrani.

Pri izradi svoje politike, regulator treba:

- Imati definiran postupak za savjetovanje s javnošću, uključujući i one na koje ta politika može utjecati;
- Javno predstaviti svoje politike u važnim operativnom područjima<sup>14</sup>;
- Pridržavati se standarda proceduralnog poštenja;

---

<sup>14</sup> U nekim operativnom područjima te u nekim slučajevima, posebno u području nadzora i provedbe mjera, savjetovanje i objavljivanje može biti nepotrebno ili neprikladno jer bi moglo ugroziti djelotvornu provedbu politike.

- Uzeti u obzir troškove usklađenja s regulacijom.

Mnogi regulatori imaju ovlasti objave izvješća o ishodu istraga ili upita, posebno u slučajevima gdje bi objava dala korisne smjernice sudionicima tržišta i njihovim savjetnicima. Svaka objava izvješća mora biti u skladu s pravima pojedinca na pošteno saslušanje i zaštitu osobnih podataka, čimbenicima koji će često isključiti javnost kada je predmet još uvijek u postupku istrage.

Regulatori također moraju imati aktivnu ulogu u obrazovanju investitora i ostalih sudionika na tržištima kapitala<sup>15</sup>.

## 6.6. Ponašanje osoblja

Zaposlenici regulatora trebali bi se pridržavati najviših profesionalnih standarda, te im se trebaju dati jasne smjernice o ponašanju koje uključuju:

- Izbjegavanje sukoba interesa (uključujući uvjete pod kojima osoblje može trgovati vrijednosnicama);
- Primjereno korištenje informacija dobivenih tijekom vršenja svojih ovlasti i dužnosti;
- Primjereno pridržavanje odredbi o povjerljivosti i tajnosti te zaštite osobnih podataka;
- Pridržavanje proceduralnog poštenja.

## 7. Samoregulacija<sup>16</sup>

### 7.1. Načela samoregulacije

**6 Regulatorni sustav treba na primjeren način koristiti samoregulatorne organizacije (SRO) koje imaju direktnu odgovornost za nadzor unutar svojih područja nadležnosti, do stupnja primjerenog veličini i kompleksnosti tržišta.**

**7 SRO trebaju biti pod nadzorom regulatora te tijekom obavljanja svojih ovlasti i dodijeljenih obveza poštovati standarde pravednosti i povjerljivosti.**

### 7.2. Uloga SRO-a

SRO-i mogu biti važna dopuna regulatoru pri ostvarenju ciljeva regulacije tržišta vrijednosnica<sup>17</sup>.

Postoje razni modeli samoregulacije, a i sam stupanj korištenja samoregulacije varira. Zajednička obilježja SRO-a u većini su država odvojenost od vladina regulatora (iako vladin nadzor i ovlaštenja općenito postoje) te učešće financijske industrije i, ako je primjereno, investitora u djelovanju SRO-a.

Moguće se značajne koristi samoregulacije:

<sup>15</sup> Vidi IOSCO Public Document No. 83, *Securities Activity on the Internet*, IOSCO Technical Committee, September 1998 (naročito, Key Recommendations 17 - 20 i tekst) i IOSCO Public Document No. 120, *Securities Activity on the Internet II*, IOSCO Technical Committee, June 2001.

<sup>16</sup> IOSCO Public Document No. 53, *Legal and Regulatory Framework for Exchange Traded Derivatives*, IOSCO Emerging Markets Committee, June 1996, pp. 6-9 i *Principles of Effective Market Oversight*, Council of Securities Regulators of the Americas, May 1995 na <http://www.cvm.gov.br/ingl/inter/cosra/inter.asp>.

<sup>17</sup> Vidi općenito: IOSCO Public Document No. 110, *Model for Effective Self-Regulation*, IOSCO SRO Consultative Committee, May 2000.

- SRO može zahtijevati pridržavanje etičkih standarda koji su iznad vladine regulative;
- SRO može ponuditi značajnu dubinu i stručnost vezanu uz djelovanje i praksu tržišta te na izmijenjene tržišne uvjete može odgovoriti brže i fleksibilnije od vladina nadležnog tijela.

SRO treba preuzeti one regulatorne obveze koje može obavljati najučinkovitije. Djelatnosti SRO-a često će biti ograničene konkretnim ugovorima i pravilima.

### 7.3. *Ovlaštenje i nadzor*

Regulator od SRO-a treba zahtijevati da zadovolji odgovarajuće standarde prije nego dopusti toj organizaciji izvršavanje svojih ovlasti. Nadzor nad SRO-om mora biti stalan.

Osim toga, kada SRO počne s radom, regulator se mora uvjeriti kako je izvršavanje tih ovlasti u javnom interesu te da za posljedicu ima pošteno i dosljedno provođenje odgovarajućih zakona vezanih uz vrijednosnice, propisa i primjerenih SRO pravila.

Djelotvornost SRO-a može biti ugrožena zbog sukoba interesa. Regulator mora nadzirati i spriječiti mogućnost nastajanja sukoba interesa. Regulator mora osigurati da se sukob interesa ne dogodi zbog pristupa SRO-a vrijednim informacijama o sudionicima na tržištu (neovisno o tome jesu li oni članovi SRO-a ili ne). Rizik sukoba interesa može biti visok u slučajevima kada je SRO odgovoran i za nadzor svojih članova i za regulaciju tržišnog sektora<sup>18</sup>.

Kao uvjet dozvole za rad, legislativa ili regulator moraju od SRO-a zahtijevati:

- Posjedovanje sposobnosti da provodi ciljeve relevantnih zakonima, propisa i pravila SRO-a te da osigura usklađenost svojih članova i povezanih osoba s tim zakonima, propisima i pravilima;
- Pošteno i dosljedno postupanje sa svim članovima SRO-a kao i s kandidatima za članstvo;
- Izradu pravila za utvrđivanje standarda ponašanja svojih članova te za promicanje zaštite investitora;
- Dostavu svojih pravila na pregled i/ili odobrenje regulatoru, ovisno što regulator smatra prikladnim, kako bi se osiguralo da su pravila SRO-a u skladu s odredbama javne politike koju je donio regulator;
- Suradnju s regulatorom i drugim SRO-ima s ciljem istraživanja te provedbe relevantnih zakona i regulative;
- Provođenje vlastitih pravila i nametanje prikladnih sankcija u slučajevima nepridržavanja;
- Osiguravanje poštenog predstavljanja članova pri izboru uprave i administracije za organizaciju svog poslovanja;
- Izbjegavanje pravila koja mogu uzrokovati nekonkurentne situacije;
- Izbjegavanje obavljanja nadzorne uloge kojom bi se nepošteno dopustilo nekom tržišnom sudioniku stjecanje prednosti na tržištu.

Neovisno o stupnju do kojeg se samoregulacija koristi, vladin regulator treba zadržati ovlasti istraživanja onih pitanja koja utječu na investitore ili na tržište. Kada ovlasti SRO-a nisu dostatne za istraživanje ili sprječavanje određenog neprikladnog ponašanja ili kada je to neophodno zbog sukoba interesa, regulator

---

<sup>18</sup> *Principles of Effective Market Oversight*, Council of Securities Regulators of the Americas, May 1995 na <http://www.cvm.gov.br/ingl/inter/cosra/inter.asp>; IOSCO Public Document No. 119, *Issues Paper on Exchange Demutualization*, IOSCO Technical Committee, June 2001.

od SRO-a mora preuzeti odgovornost za istragu. Zbog toga je važno osigurati da informacije koje SRO dostavlja regulatoru omoguće prepoznavanje tih problema u ranoj fazi.

SRO-i se trebaju pridržavati sličnih profesionalnih standarda ponašanja u vezi s pitanjima kao što su povjerljivost i proceduralno poštenje, kako se to očekuje i od regulatora<sup>19</sup>.

## **8. Provođenje regulative za nadzor tržišta vrijednosnica**

### **8.1. Načela za provođenje regulative na nadzor tržišta vrijednosnica**

**8 Regulator treba imati opsežne ovlasti za inspekciju, istragu i nadzor.**

**9 Regulator treba imati opsežne ovlasti za provođenja odluka.**

**10 Regulatorni sustav treba osigurati učinkovitu i prihvatljivu upotrebu ovlasti za potrebe inspekcije, istrage, nadzora i provođenja odluka, te provođenje učinkovitog programa usklađenosti.**

### **8.2. Programi inspekcije i usklađivanja<sup>20</sup>**

Nadzor ponašanja posrednika na tržištu putem inspekcije i praćenja pomaže osigurati održavanje visokih standarda i zaštititi investitore. Ti preventivni programi nužna su nadopuna programima istrage i provođenja mjera.

Regulator treba imati ovlasti da zatraži dostavu informacija<sup>21</sup> ili da izvrši inspekciju poslovnih aktivnosti kada god to smatra neophodnim, a s ciljem osiguranja usklađenosti s relevantnim standardima. Sumnja u kršenje zakona ne bi trebala biti nužan preduvjet za korištenje inspeksijskih ovlasti u vezi s ovlaštenim ili licenciranim osobama.

Inspekcije može izvršiti sam regulator ili drugo nadležno tijelo. U nekim slučajevima regulator može razmotriti i delegiranje takvih ovlasti na SRO ili se koristiti trećom stranom, ispravno nadziranom, kako bi ona izvršila neki od inspeksijskih zadataka u njegovo ime. Te treće strane također moraju podlijegati zahtjevima objavlivanja i povjerljivosti. Takve inspekcije moraju se izvršiti uz upotrebu prikladnih instrumenata i tehnika koje se mogu razlikovati od države do države.

U nekim područjima, primjerice pri pregledu trgovanja na burzi, za djelotvoran nadzor nužno je korištenje tehnologije<sup>22</sup>. U drugim se pak područjima, uključujući kontrolu ponašanja brokera, ravnomjerno moraju obavljati izravan nadzor i razgovori s osobljem te ispunjavati zahtjevi za povremenim pružanjem informacija koje se mogu provjeriti neizravnim nadzorom.

<sup>19</sup> SRO-i su općenito nevladine agencije i kao takve ne podliježu uvijek istim standardima koji vrijede za vladine agencije.

<sup>20</sup> Vidi IOSCO Resolution No. 9: Resolution on Cooperation in Matters of Surveillance and Enforcement (P.C.), September 1987; IOSCO Resolution No. 39: Resolution on Enforcement Powers (P.C.), November 1997; i IOSCO Resolution No. 40: Resolution on Principles for Record Keeping, Collection of Information, Enforcement Powers and Mutual Cooperation to Improve the Enforcement of Securities and Futures Laws (P.C.), November 1997.

<sup>21</sup> Informacije koje se dostavljaju mogu uključiti dokumente koji se čuvaju tijekom uobičajenog poslovanja, informacije koje se pripremaju kao odgovor na određeni upit ili kao dio redovnog izvješćivanja.

<sup>22</sup> Burze mogu igrati važnu nadzornu ulogu. Vidi IOSCO Public Document No. 103, *Investigating and Prosecuting Market Manipulation*, IOSCO Technical Committee, May 2000.

Inspekcijski posjeti mogu biti redovni ili se mogu obavljati nakon procjene rizika ili upućene pritužbe. Pri odlučivanju o učinkovitom korištenju resursa regulator mora razmotriti i potrebu za širim pokrivanjem tržišta i važnost prikladne inspekcije u područjima visokog rizika za investitore ili onima koji prijetu stabilnosti sustava.

### 8.3. Sveobuhvatne ovlasti za provođenje mjera<sup>23</sup>

Složena priroda transakcija vrijednosnicama i sofisticiranost načina prevara zahtijeva čvrstu i dosljednu primjenu zakona o vrijednosnicama. Investitori su na tržištu vrijednosnica naročito izloženi lošem postupanju posrednika i ostalih sudionika.

Regulator ili drugo nadležno vladino tijelo zbog toga bi moralo imati sveobuhvatne istražne i provedbene ovlasti, uključujući:

- Regulatorne i istražne ovlasti za prikupljanje podataka, informacija, dokumenata, izjava i predmeta od osoba uključenih u važne poslove ili onih osoba koje mogu imati informacije relevantne za upit;
- Ovlasti da zatraži naloge i/ili poduzme druge radnje kako bi osiguralo usklađenost s tim regulatornim, upravnim i istražnim ovlastima;
- Ovlasti da nametnu upravne sankcije i/ili da zatraže naloge od sudova ili tribunala;
- Ovlasti pokretanja ili podnošenja predmeta za krivični postupak;
- Ovlasti naređivanja obustave trgovanja vrijednosnicama ili poduzimanja neke druge prikladne radnje<sup>24</sup>;
- U slučaju pokretanja postupka provođenja mjera, imaju ovlasti sklapanja provedivih nagodbi i prihvaćanja obvezujućih obećanja.

Općenito, navedene ovlasti provođenja mjera ne smiju ugroziti privatno pravo djelovanja. Privatne osobe moraju imati mogućnost zatražiti vlastite pravne lijekove (uključujući npr. one za naknadu ili za posebno izvršenje obveze).

Nije neophodno da odgovornost za provođenje mjera vezanih uz zakon o vrijednosnicama bude na jednom tijelu. Postoji nekoliko modela koji su se pokazali uspješnima. Neki od njih su oni u kojima je odgovornost podijeljena između nekoliko vladinih ili poluvladinih agencija ili gdje je odgovornost podijeljena sa SRO-om.

Podjela odgovornosti i potreba za bliskom suradnjom može biti naročito važna pri osiguranju da samo oni koji imaju neophodne licence budu aktivni sudionici na tržištu; nelicencirane osobe moraju se procesuirati.

---

<sup>23</sup> Vidi IOSCO Resolution No. 35: Resolution on Enforcement Powers of a Securities and Futures Supervisory Agency (E.C.), September 1996; IOSCO Resolution No. 37, Resolution on Enforcement Powers (T.C.), February 1997; IOSCO Resolution No. 39: Resolution on Enforcement Powers (P.C.), November 1997; i IOSCO Resolution No. 40: Resolution on Principles for Record Keeping, Collection of Information, Enforcement Powers and Mutual Cooperation to Improve the Enforcement of Securities and Futures Laws (P.C.), November 1997.

<sup>24</sup> Druge radnje mogu uključivati nametanje restrikcija pri trgovanju ili zahtjeva za pojedinačne sudionike na tržištu. Npr. limiti za pozicije, zahtjevi za izvješćivanjem, trgovanje samo s likvidacijom ili posebni „margin“ zahtjevi.

#### **8.4. Međunarodno provođenje mjera**

Međunarodno obilježje tržišta vrijednosnica te činjenica da tijekom postupka često prelazi granice nekoliko država daje povod za niz posebnih pitanja.

Legislativa i regulatorne ovlasti provedbe mjera trebaju biti dostatne da osiguraju efikasnost u slučajevima prekograničnog nepropisnog ponašanja.<sup>25</sup> Uslijed toga, regulator ili drugo nadležno tijelo u državi treba nastojati dobiti potrebne ovlasti prikupljanja informacija, uključujući izvještaje i dokumente, koji mogu biti relevantni za istragu i procesuiranje mogućih kršenja zakona i propisa vezanih uz transakcije s vrijednosnicama, te treba nastojati omogućiti da takve informacije može koristiti, neposredno s drugim regulatorima ili posredno kroz nadležna tijela u svojoj državi, u istragama i pri procesuiranju prekršaja vezanih uz vrijednosnice<sup>26</sup>.

Tema međunarodne suradnje i njene važnosti za učinkovitu regulativu obrađena je u Dijelu 9.

#### **8.5. Pranje novca<sup>27</sup>**

Izraz „pranje novca“ pokriva širok raspon djelatnosti i postupaka kojima se namjerava sakriti podrijetlo nelegalno stečenog novca i stvoriti dojam kako on dolazi iz zakonitog izvora.

Regulatori tržišta vrijednosnica moraju razmotriti dostatnost domaće legislativne u prepoznavanju rizika pranja novca. Regulator također treba zahtijevati od posrednika na tržištu da imaju definirane politike i procedure stvorene za minimiziranje rizika korištenja posredničke djelatnosti kao oruđa za pranje novca.

### **9. Suradnja u regulaciji**

#### **9.1. Načela za suradnju u regulaciji**

**11 Regulator treba imati ovlasti za razmjenu i javnih i nejavnih informacija s domaćim i stranim relevantnim tijelima.**

**12 Regulatori trebaju uspostaviti sustave za razmjenu informacija koji definiraju kada i kako će se razmjenjivati javne i nejavne informacije s domaćim i stranim relevantnim tijelima.**

**13 Regulatorni sustav treba omogućiti pružanje pomoći stranim regulatorima koji pri obavljanju svojih dužnosti i izvršavanju svojih ovlasti trebaju postavljati upite.**

<sup>25</sup> Vidi IOSCO Public Document No. 83, *Securities Activity on the Internet*, IOSCO Technical Committee, September 1998 (naročito, Key Recommendations 14 – 16 itext) i IOSCO Public Document No. 120, *Securities Activity on the Internet II*, IOSCO Technical Committee, June 2001.

<sup>26</sup> IOSCO Resolution No. 39: *Resolution on Enforcement Powers (P.C.)*, November 1997.

<sup>27</sup> Vidi općenito IOSCO Public Document No. 26, *Report on Money Laundering*, IOSCO Technical Committee, October 1992 i IOSCO Public Document No. 103, *Investigating and Prosecuting Market Manipulation*, IOSCO Technical Committee, May 2000.

## 9.2. Potreba za domaćom suradnjom<sup>28</sup>

Može postojati važna potreba za razmjenu informacija na domaćoj razini gdje postoje regulatorne podjele zasnovane na institucionalnim oblicima ili gdje se nadležnost zakona o vrijednosnicama preklapa s općim zakonom države. Tako primjerice, slučajevi prevare ili pranja novca koji uključuju poslove s vrijednosnicama mogu zahtijevati blisku suradnju između dvaju ili više domaćih regulatora, uključujući službe za provedbu zakona, regulatorna i državna tijela.

Potreba za domaćom suradnjom može se protezati izvan pitanja provedbe te može uključivati informacije važne za ovlaštenje da se djeluje u određenom svojstvu te za smanjenje sustavnog rizika, primjerice, gdje postoje podjele u odgovornosti za sektor vrijednosnica, bankarski sektor i ostale financijske sektore.

## 9.3. Potreba za međunarodnom suradnjom

Međunarodna suradnja između regulatora neophodna je za djelotvornu regulaciju domaćih tržišta. Nemogućnost pružanja regulativne potpore može ozbiljno ugroziti napore usmjerene na učinkovitu regulaciju tržišta vrijednosnica. Domaći zakoni moraju ukloniti zapreke za međunarodnu suradnju<sup>29</sup>.

Sve veća internacionalizacija financijskih aktivnosti i globalizacija tržišta znači kako su informacije važne za davanje ovlaštenja ili odobrenja često izvan izravne nadležnosti mjerodavnog regulatora. Primjerice, zahtjev za izdavanjem licence može podnijeti osoba za koju se zna da je registrirana u drugoj državi, ili se registracija za iste dokumente može tražiti u nekoliko država ili područja ovlasti.

Srodno tome, prijetnje sustavnoj stabilnosti nisu vezane samo uz domaće čimbenike te mogu uključivati ponašanje pojedinih financijskih institucija u drugoj državi. Regulatori moraju razmotriti imaju li prikladne postupke za razmjenu informacija s regulatorima iz drugih država kako bi mogli prepoznati i uzeti u obzir te prijetnje.

Nadalje, povećan broj društava ima vrijednosnice uvrštene u kotacije u više od jedne države i uobičajeno je za značajan dio tržišne aktivnosti izdavatelja da se odvija u zemlji u kojoj izdavateljeva dionica nije

---

<sup>28</sup> Vidi IOSCO Resolution No. 9: *Resolution on Cooperation in Matters of Surveillance and Enforcement* (P.C.), September 1987; IOSCO Resolution No. 19: *Resolution on International Equity Offers* (P.C.) September 1989; IOSCO Resolution No. 20: *Resolution on Information Sharing Between SROs* (SRO C. C.) November 1990; IOSCO Resolution No. 23: *Resolution on Principles for Memoranda of Understanding* (P.C.), September 1991; IOSCO Resolution No. 26: *Resolution on Money Laundering* (P.C.), October 1992; IOSCO Resolution No. 28: *Resolution on Transnational Securities and Futures Fraud* (P.C.), October 1993; IOSCO Resolution No. 33: *Resolution Concerning Cross-Border Transactions* (P.C.), July 1995; IOSCO Resolution No. 34: *Recommendation on the Recognition of Bilateral Netting Agreements in the Calculation of Capital Requirements for Securities Firms* (T.C.), March 1996; and IOSCO Resolution No. 40: *Resolution on Principles for Record Keeping, Collection of Information, Enforcement Powers and Mutual Cooperation to Improve the Enforcement of Securities and Futures Laws* (P.C.), November 1997

<sup>29</sup> Vidi IOSCO Public Document No. 76, *Report on the Self-Evaluation Conducted by IOSCO Members Pursuant to the 1994 IOSCO Resolution on "Commitment to Basic and IOSCO Principles of High Regulatory Standards and Mutual Cooperation and Assistance"*, IOSCO, November 1997; IOSCO Public Document No. 83, *Securities Activities on the Internet*, IOSCO Technical Committee, September 1998, posebno Key Recommendations 21 - 24 i text; i IOSCO Public Document No. 111, *Principles for the Oversight of Screen-Based Trading Systems for Derivatives Products - Review and Additions*, IOSCO Technical Committee, October 2000. Također vidi IOSCO Resolution No. 39: *Resolution on Enforcement Powers* (P.C.), November 1997; IOSCO Resolution No. 40: *Resolution on Principles for Record Keeping, Collection of Information, Enforcement Powers and Mutual Cooperation to Improve the Enforcement of Securities and Futures Laws* (P.C.), November 1997; IOSCO Public Document No. 126, *IOSCO Multilateral MOU*, IOSCO (May 2002).

uvrštena u kotaciju. Investitori često ulažu neposredno ili kroz fondove na strana tržišta. Sve se veći broj sustava zajedničkog ulaganja predstavlja na tržištu u nekoliko država. Također je uobičajeno da se promotori, upravljači i skrbnici takvih sustava nalaze u više različitih država te ne moraju biti u istoj državi kao i investitori kojima se sustav promovira.

Sličnim financijskim proizvodima može se trgovati na raznim tržištima u nekoliko zemalja; osim toga, postoje mnoge izvedenice čijim se temeljnim proizvodom ili referentnom cijenom trguje, ili koji se stvara ili izvodi na stranim tržištima.

Prevare, tržišno manipuliranje, „*insidersko*“ trgovanje i ostali nezakoniti postupci koji prelaze granice mogu se, i pojavljuju se sve češće na globalnom tržištu, a uz pomoć modernih telekomunikacija.

Važnost međunarodne suradnje u istragama i upitima o mogućim prekršajima također je vidljiva iz nekih zajedničkih obilježja povrede zakona o vrijednosnicama, kao što su premještanje dobiti od prijestupa u druge države; odlazak prijestupnika u stranu zemlju; preusmjerenje transakcija kroz druge države kako bi se prikrilo identitet osoba ili tijekom sredstava; korištenje stranih računa kako bi se sakrilo povlašteno vlasništvo nad dionicama; i olakšavanje prekograničnih prijestupa korištenjem međunarodnih medija komunikacija, uključujući Internet.

U situacijama kao što su gore navedene, djelotvorna regulacija može biti ugrožena kada se neophodne informacije nalaze u drugoj državi te nisu dostupne ili pristupačne<sup>30</sup>.

Stoga moraju postojati mehanizmi suradnje na međunarodnoj razini kako bi olakšali otkrivanje i sprječavanje prekograničnog nepropisnog ponašanja i pomogli pri obavljanju licenciranja i nadzora. Oni uključuju memorandume o razumijevanju.

#### **9.4. Opseg suradnje**

Oblik i sadržaj suradnje razlikuju se od slučaja do slučaja<sup>31</sup>. Važno je pružiti pomoć ne samo u slučajevima vezanim za istragu već i za druge vrste upita, kao dio programa usklađivanja u svrhu sprječavanja nedopuštenih djelatnosti. Može postojati i potreba za razmjenom općih informacija o

---

<sup>30</sup> Vidi IOSCO Resolution No. 9: *Resolution on Cooperation in Matters of Surveillance and Enforcement* (P.C.), September 1987; IOSCO Resolution No. 19: *Resolution on International Equity Offers* (P.C.) September 1989; IOSCO Resolution No. 20: *Resolution on Information Sharing Between SROs* (SRO C. C.), November 1990; IOSCO Resolution No. 23: *Resolution on Principles for Memoranda of Understanding* (P.C.), September 1991; IOSCO Resolution No. 26: *Resolution on Money Laundering* (P.C.), October 1992; IOSCO Resolution No. 28: *Resolution on Transnational Securities and Futures Fraud* (P.C.), October 1993; IOSCO Resolution No. 33: *Resolution Concerning Cross-Border Transactions* (P.C.), July 1995; IOSCO Resolution No. 34: *Recommendation on the Recognition of Bilateral Netting Agreements in the Calculation of Capital Requirements for Securities Firms* (T.C.), March 1996; and IOSCO Resolution No. 40: *Resolution on Principles for Record Keeping, Collection of Information, Enforcement Powers and Mutual Cooperation to Improve the Enforcement of Securities and Futures Laws* (P.C.), November 1997. See also IOSCO Resolution No. 31, *Resolution on Commitment to Basic IOSCO Principles of High Regulatory Standards and Mutual Cooperation and Assistance (Self-Evaluation)* (P.C.), October 1994; IOSCO Public Document No. 111, *Principles for the Oversight of Screen-Based Trading Systems for Derivatives Products - Review and Additions*, IOSCO Technical Committee, October 2000; i IOSCO Public Document No. 86, *Guidance on Information Sharing*, IOSCO Technical Committee, March 1998.

<sup>31</sup> Potonje može zahtijevati, primjerice, između ostalog: rutinsku izmjenu informacija o dvojebnim aktivnostima i dokazanim prevarama; informacije o bilo kojem pitanju vezanom uz osobu koja se prijavljuje za licencu, ovlaštenje ili registraciju; informacije o trenutnim okolnostima vezanim uz vlasnika licence ili izdavatelja; informacije koje mogu biti potrebne kako bi se minimizirali negativni efekti tržišnih poremećaja, uključujući planove za nepredviđene slučajeve, kontakt osobe i strukturalne mjere koje se tiču tržišnih poremećaja; i informacije o tržišnim uvjetima kao što su aktivnosti koje su poduzela tržišna tijela, cijene, trgovačke aktivnosti i podaci o tržištu.

pitanjima vezanim uz regulativu, uključujući financijske i ostale nadzorne informacije, tehničku stručnost, tehnike nadzora i provođenja mjera, te obrazovanje investitora.

Memorandumima o razumijevanju ili ostali pismeni dogovori pomažu osigurati postupak razmjene informacija<sup>32</sup>. Ipak, sama formalnost ugovora nije zamjena za dogovore o bliskoj suradnji. Ti dogovori, formalni ili neformalni, moraju imati nekoliko osnovnih značajki:

- Utvrđivanje okolnosti pod kojima se može tražiti pomoć;
- Utvrđivanje vrste informacija i pomoći koja se može pružiti;
- Jamstva tajnosti prenesenih informacija;
- Opis dopuštenog korištenja informacija.

Izrada takvih mehanizama za razmjenu informacija treba uzeti u obzir sljedeće čimbenike:

- Koje nadležno tijelo ili regulator ima pristup informacijama ili je u mogućnosti pružiti informacije ili pomoć;
- Kako se takav pristup može ostvariti u skladu s mjerodavnim zakonom;
- Povjerljivost i ograničenja korištenja u skladu s mjerodavnim zakonom;
- Oblik i vrijeme pomoći ili razmjene informacija;
- Primjenjivost dugih dogovora, uključujući memorandume o razumijevanju, između nadležnih tijela za razmjenu informacija za potrebe istraga i financijskih informacija.

Dogovori mogu također definirati ograničenje obveza i prava trećih strana, rutinske konzultacije između nadležnih tijela, te izuzetak vezan uz politiku pružanja informacija.

Kada se pomoć drugom nadležnom tijelu pruža u vidu davanja povjerljivih informacija koje je regulator prikupio tijekom izvršavanja svojih dužnosti ili ovlasti, potrebna je naročita pažnja kako bi se osiguralo da se informacije pružaju u skladu s uvjetima koji, do razine usklađene sa svrhom njihovog davanja, čuvaju njihovu povjerljivost.

Važno je i uklanjanje svih uvjeta „dvojne protupravnosti“ u vezi s razmjenom informacija i regulatornom suradnjom. U prijelaznom razdoblju, dok je država u fazi uklanjanja uvjeta dvojne protupravnosti, važno je sve uvjete tumačiti fleksibilno i na način koji minimizira utjecaj na međunarodnu suradnju.

Neophodna može također biti i pomoć pri poduzimanju ključnih radnji. Kada je to unutar njihovih ovlasti, regulatori mogu učinkovitije provoditi zakone o vrijednosnicama kada su u mogućnosti spriječiti raspršivanje ili skrivanje dobiti stečene prevarom ili drugim nepropisnim radnjama te tako olakšati povrat novca oštećenim investitorima<sup>33</sup>.

Oblici pomoći mogu uključivati<sup>34</sup>:

---

<sup>32</sup> Za sadržaj memoranduma o suradnji, *vidi općenito* IOSCO Public Document No. 17, *Principles of Memoranda of Understanding*, IOSCO Technical Committee, September 1991. *Također vidi* IOSCO Public Document No. 86, *Guidance on Information Sharing*, IOSCO Technical Committee, March 1998.

<sup>33</sup> IOSCO Public Document No. 55, *Measures Available on a Cross-Border Basis to Protect Interests and Assets of Defrauded Investors*, IOSCO Technical Committee, July 1996

<sup>34</sup> IOSCO Public Document No. 41, *Report on Issues Raised for Securities and Futures Regulators by Under-Regulated and Uncooperative Jurisdictions*, IOSCO Technical Committee, October 1994

- Pomoć pri prikupljanju javnih ili nejavnih informacija; primjerice, o vlasniku licence, uvrštenom društvu, vlasniku dionica, povlaštenom vlasniku ili osobi koja ima kontrolu nad vlasnikom licence ili društvom;
- Pomoć pri prikupljanju bankovne, brokerske ili ostale dokumentacije;
- Pomoć pri pružanju dobrovoljne suradnje od onih koji bi mogli imati informacije o predmetu istrage;
- Pomoć pri prikupljanju informacija pod obvezom - izradom dokumenata i/ili usmenim svjedočenjem;
- Pomoć pri pružanju informacija o regulatornim procesima unutar države, ili pri dobivanju sudskih naloga, primjerice, hitnih naloga.

### 9.5. Suradnja u vezi s financijskim konglomeratima<sup>35</sup>

Sve češća pojava financijskih konglomerata koji spajaju aktivnosti društava u različitim financijskim sektorima, te u nekim državama i financijskih i nefinancijskih društava, povećala je potrebu za suradnjom kako bi se poboljšala učinkovitost nadzornih metoda i pristupa. Bez odgovarajuće suradnje između regulatora teško je pratiti sve djelatnosti grupe. Takva je suradnja naročito važna kada je grupa, što je često i slučaj, aktivna u nekoliko država.

Određene procedure za nadzor financijskih konglomerata moraju odražavati domaći zakon u mjestima gdje posluju i moraju uzeti u obzir mogućnost da važne regulatorne odgovornosti mogu i dalje biti podijeljene između agencija. Ipak, moguće je prepoznati neka opća pitanja koja je potrebno razmotriti kao pitanja koja zahtijevaju blisku nadzornu suradnju:

- Struktura financijskog konglomerata;
- Zahtjevi za kapitalom u konglomeratskim grupama<sup>36</sup>;
- Ulaganja u društva unutar iste grupe;
- Izloženost unutar grupe i izloženost na razini cijele grupe;<sup>37</sup>
- Odnosi s vlasnicima dionica;
- Odgovornost uprave i nadzor reguliranih jedinica.

Također je prikladno razmotriti i sposobnost regulatora za razmjenu informacija s drugim regulatorima, primjerice u bankovnom ili osiguravateljnem sektoru, kako na domaćoj, tako i na međunarodnoj razini. Ponavljamo, takva razmjena informacija mora biti u skladu s očuvanjem povjerljivosti i zaštitom osobnih podataka.

<sup>35</sup> IOSCO Public Document No. 88, *Supervision of Financial Conglomerates*, jointly released by IOSCO, the International Association of Insurance Supervisors, and the Basle Committee on Banking Supervision ("Joint Forum on Financial Conglomerates"), February 1999.

<sup>36</sup> *Vidi općenito* IOSCO Public Document No. 102, *Risk Concentration Principles*, Joint Forum on Financial Conglomerates, December 1999

<sup>37</sup> *Vidi općenito* IOSCO Public Document No. 101, *Intra-Group Transactions and Exposures Principles*, Joint Forum on Financial Conglomerates, December 1999.

## **Treći dio - Izdavatelji, posrednici na tržištu i sekundarna tržišta**

Treći dio razmatra provedbu ciljeva regulacije u svakodnevnoj regulaciji tržišta, s posebnim osvrtom na objavu izdavatelja, ponašanje posrednika na tržištu, sekundarno trgovanje, te prijeboj i namiru transakcija.

### **10. Izdavatelji<sup>38</sup>**

#### **10.1. Načela za izdavatelje**

**14 Mora postojati potpuna, pravovremena i ispravna objava financijskih rezultata i drugih informacija koje su važne za odluke investitora.**

**15 Imatelje vrijednosnica treba tretirati pošteno i nepristrano**

**16 Standardi računovodstva i revizije trebaju biti visoke i međunarodno prihvaćene kakvoće**

#### **10.2. Opseg ovog dijela i potreba za reguliranjem izdavatelja**

Ovaj se dio uglavnom odnosi na javnu ponudu i trgovinu vrijednosnicama. Zato se bavi sadržajem oglašavanja, te informacijama o izdavateljima, ponudama, uvrštenjima, redovnim izvješćima i izvješćima o važnim događajima, preuzimanjima ili promjenama u nadziranju ili promjenama u udjelima vezanim uz posjedovanje vrijednosnice kojom se javno trguje<sup>39</sup>.

Termin „izdavatelj“ treba se shvatiti u širokom kontekstu. Uključuje sve one koji prikupljaju sredstva na tržištu. Ipak, oni koji nude udjele u sustavima zajedničkog ulaganja obrađeni su u sljedećem dijelu teksta<sup>40</sup>. Zahtjevi za objavom opisani u dijelu 10.4. mogu biti prošireni te osim izdavatelja uključiti i ostale osobe kao što su direktori i viši dužnosnici društva, pokrovitelji izdanja, te veće dioničare.

Regulacija izdavatelja mora osigurati zaštitu potrošača kao i pošteno, organizirano i učinkovito tržište. Prilog 3 opisuje neke od zakona koji su neophodni kao dopuna regulativi vezanoj uz vrijednosnice. U tom su kontekstu od posebne važnosti:

- Osnivanje društva;
- Dužnosti direktora i dužnosnika;
- Regulacija ponuda za preuzimanje i ostalih transakcija kojima se namjerava utjecati na upravljaču kontrolu društva;
- Zakoni koji reguliraju izdavanje vrijednosnica;
- Objava informacija dioničarima kako bi im se omogućilo utemeljeno donošenje odluka glasanjem;
- Objava većih dioničkih udjela;
- Zakon o nesolventnosti.

<sup>38</sup> Obaveza objavljivanja važnih informacija nije ograničena samo na izdavatelje. Iz teksta će biti očito gdje i ostale osobe imaju istu obavezu.

<sup>39</sup> Većina država odvojeno regulira javne ponude te tako osigurava opću zaštitu javnosti istovremeno smanjujući regulatorni teret u slučaju nejavnih društava. Definicija o tome što je ponuda javnosti razlikuje se jednako kao i prag onoga što predstavlja javnu trgovinu.

<sup>40</sup> Tržište izvedenica spada u posebnu kategoriju. Sudionici tržišta i posrednici moraju, između ostalog, osigurati ispravno otkrivanje uvjeta ugovora kojima se trguje, mehaniku trgovanja i tipične rizike vezane uz financijsku polugu.

### 10.3. Pravovremeno objavljivanje informacija

Investitorima se moraju pružati informacije neophodne za svakodnevno donošenje utemeljenih investicijskih odluka. Princip potpune, pravovremene i točne objave tekućih i pouzdanih informacija važnih za donošenje ulagačkih odluka izravno je povezan s ciljevima zaštite investitora te poštenim, učinkovitim i transparentnim tržištem<sup>41</sup>.

### 10.4. Kada se zahtijeva objava

Pravila objave moraju pokriti barem sljedeće:<sup>42</sup>

- Uvjete primjenjive na ponudu vrijednosnica za javnu prodaju;
- Sadržaj i izdavanje prospekata ili drugih dokumenata vezanih uz ponudu (te, tamo gdje je relevantno, sažetak ili uvodni dokumenti);
- Dodatne dokumente pripremljene za ponudu;
- Oglašavanje u vezi s ponudom vrijednosnica;
- Informacije o onima koji imaju značajan udjel u uvrštenom društvu;
- Informacije o onima koji traže upravljačku kontrolu nad društvom (detaljnije raspravljeno dalje u tekstu);
- Informacije važne za cijenu ili vrijednost uvrštene vrijednosnice;
- Redovna izvješća;
- Glasačke odluke dioničara.

Objava mora biti jasna, u dovoljnoj mjeri određena i pravovremena<sup>43</sup>. Specifični zahtjevi o objavi moraju biti upotpunjeni općim zahtjevom o objavi. Takav opći zahtjev o objavi može glasiti da se objava

---

<sup>41</sup> IOSCO Public Document No. 132, Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities, IOSCO Technical Committee, October 2002.

<sup>42</sup>Vidi IOSCO Public Document No. 16, International Equity Offers - Changes in Regulation Since April 1990, IOSCO Technical Committee, September 1991; IOSCO Public Document No. 38, International Equity Offers - Changes in Regulation Since April 1992, IOSCO Technical Committee, October 1994; IOSCO Public Document No. 61, International Equity Offers - Changes in Regulation Since April 1994, IOSCO Technical Committee, September 1996; IOSCO Public Document No. 71, International Equity Offers - Changes in Regulation Since April 1996, IOSCO Technical Committee, September 1997. Vidi također IOSCO Public Document No. 24, Report on Disclosure Requirements, IOSCO Development Committee (sada Emerging Markets Committee), October 1992; IOSCO Public Document No. 32, Report on Disclosure, IOSCO Emerging Markets Committee, October 25, 1993; IOSCO Public Document No. 39, Report on Disclosure and Accounting, IOSCO Technical Committee, October 1994; and IOSCO Public Document No. 62, Reporting of Material Events in Emerging Markets, IOSCO Emerging Markets Committee, September 1996. See also IOSCO Public Document No. 81, International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers, IOSCO, September 1998; IOSCO Public Document No. 118, Adapting IOSCO International Disclosure Standards for Shelf Registration Systems, IOSCO Technical Committee, March 2001; IOSCO Resolution No. 42: Resolution on IOSCO Endorsement of Disclosure Standards to Facilitate Cross-Border Offerings and Listings by Multinational Issuers (P.C.), September 1998; IOSCO Resolution No. 44: Resolution on IASC Standards (P.C.), May 2000; i IOSCO Public Document No. 141, General Principles Regarding Disclosure of Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations, IOSCO Technical Committee, February 2003.

<sup>43</sup> Vidi IOSCO Public Document No. 1, *International Equity Offers*, IOSCO Technical Committee, September 1989 at pp.7-8, IOSCO Public Document No. 15, *Comparative Analysis of Disclosure Regimes*, IOSCO Technical Committee, September 1991, and IOSCO Public Document No. 81, *International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers*, September 1998 at pp. 5-6. See also IOSCO Public Document No. 83, *Securities Activity on the Internet*, IOSCO Technical Committee, September 1998 (naročito, Key Recommendation 5 and text) i IOSCO Public Document No. 120, *Securities Activity on the Internet II*, IOSCO Technical Committee, June 2001.

zahtijeva za sve važne informacije bitne za određenu ulagačku odluku. Drugi pristup prema općem zahtjevu o objavi je da se objava zahtijeva za sve važne informacije potrebne kako bi se spriječilo da ona bude obmanjujuća.<sup>44</sup>

Regulacija mora omogućiti dostatnost i točnost informacija. U pravilu, to će uključivati sankcije ili odgovornost društva izdavatelja i onih odgovornih osoba koje nisu obavile prikupljanje i pružanje informacija pozornošću dobrog stručnjaka. Regulacija mora osigurati preuzimanje odgovornosti za sadržaj informacija, a ovisno o okolnostima, oni koji su dužni preuzeti odgovornost mogu biti društvo izdavatelja, pokrovitelji, promotori, direktori, ovlašteni dužnosnici društva te oni stručnjaci i savjetnici koji pristanu biti imenovani u dokumentaciji ili dati savjet.

Regulatori također trebaju pažljivo razmotriti okolnosti u kojima bi za potrebe ispravnog djelovanja tržišta moglo biti nužno dopustiti nešto manje od potpune objave: primjerice, kod trgovačkih tajni ili nepotpunih pregovora. U ograničenim okolnostima gdje tržište zahtijeva odstupanje od cilja potpune i pravovremene objave, može postojati potreba za privremenom obustavom trgovanja ili ograničenjima aktivnosti trgovanja onih koji posjeduju potpunije informacije. U takvim slučajevima, zbog nepotpune objave informacija, trgovanje mora biti zabranjeno.

### ***10.5. Informacije o korporativnoj kontroli***

S ciljem očuvanja poštenog i nepristranog postupanja s dioničarima, regulacija treba zahtijevati objavu vlasništva nad dionicama uprave i onih osoba koje drže značajan povlašten vlasnički udjel u društvu. To se općenito smatra neophodnom informacijom za utemeljene ulagačke odluke na sekundarnom tržištu.

Razina uvjeta objave razlikuje se od države do države, no općenito je postavljena ispod razine koja se može okarakterizirati kao kontrolni interes. Stroži zahtjevi o objavi mogu biti prikladni za osobe koje razmišljaju o obavljanju upravljačke kontrole.

Priroda zahtijevane objave također se razlikuje, no općenito se smatra kako potpuna javna objava najbolje zadovoljava politiku objave tamo gdje se dogodila ili gdje se razmišlja o promjeni u upravljačkoj kontroli društva. Regulacija mora imati odredbe u vezi s potrebama dioničara društva za informacijama.

Informacije neophodne da omoguće donošenje utemeljenih odluka razlikovat će se ovisno o prirodi transakcije, no općeniti cilj ostaje isti za gotovinske ponude, ponude preko natječaja i trgovine vrijednosnicama, poslovne kombinacije i privatizacije. Općenito, u okolnostima opisanim u prethodnoj rečenici, to zahtijeva da dioničari društva:

- Imaju razumno razdoblje u kojem mogu razmotriti svaku ponudu kojom bi osoba zadobila značajan udio u društvu;
- Posjeduju odgovarajuće informacije koje im omogućuju da ocjene kakvoću svake ponude kojom bi osoba zadobila značajan udio u društvu;
- Koliko je to moguće, imaju razumne i jednake mogućnosti sudjelovanja u svakoj dobiti koja pripada dioničarima uslijed svake ponude kojom bi osoba zadobila značajan udio u društvu;
- Imaju pošten i jednak tretman (naročito manjinski dioničari) u vezi s ponudom;

---

<sup>44</sup> Potrebno je spomenuti i tzv. „regulaciju temeljenu na vrijednosti“, u kojoj regulator preuzima dio odgovornosti za vrednovanje kakvoće predložene ponude. Ovaj se pristup općenito veže uz tržišta u razvoju i može pomoći u slučajevima kad tržištu nedostaju grupe analitičara i savjetnika koji bi mogli analizirati informacije ukoliko one postaju javno objavljene. Zbog toga se općenito smatra prijelaznim i nepotrebnim na potpuno razvijenim tržištima.

- Nisu nepošteno stavljani u podređeni položaj postupanjem i ponašanjem nadležnih osoba bilo koje strane u transakciji ili propustom nadležnih osoba da djeluju u dobroj vjeri pri odgovoru na ponudu ili davanju preporuka oko same ponude.

### **10.6. Računovodstveni i revizorski standardi**

Usporedivost i pouzdanost financijskih informacija presudna je za utemeljeno donošenje odluka. Cilj financijskih izvješća opće namjene je pružanje informacija o financijskom položaju, rezultatima poslovanja, novčanom tijeku i promjenama u vlasničkom kapitalu društva, a koje su korisne velikom broju korisnika pri donošenju odluka. Izvješća trebaju biti razumljiva, dosljedna, relevantna, pouzdana i usporediva. Financijska izvješća također moraju pokazati rezultate upravljanja ili odgovornost uprave za upravljanje resursima koji su im povjereni. Visoki računovodstveni i revizorski standardi daju okvir ostalim obvezama objave.

Računovodstveni i revizorski standardi nužna su zaštita pouzdanosti financijskih informacija.

Računovodstveni standardi moraju osigurati dostupnost temeljnih informacija. Trebala bi postojati sveobuhvatna i dobro definirana računovodstvena načela visoke i međunarodne prihvatljive kakvoće, koja pružaju točne i relevantne informacije o financijskom poslovanju.

Regulacija mora osigurati:

- Pravovremenost i relevantnost informacija danih investitorima i potencijalnim investitorima;
- Prikladan mehanizam za određivanje standarda kakvoće, a mora osigurati i da u slučajevima prijepora ili nesigurnosti standardi mogu biti predmet dosljedno primjenjive, pravovremene i mjerodavne interpretacije;
- Neovisno potvrđivanje financijskih izvješća i usklađenosti s računovodstvenim načelima putem profesionalne vanjske revizije;
- Provođenje svake revizija u skladu s dobro definiranim i međunarodno prihvaćenim standardima.
- Pravila stvorena za osiguranje nezavisnosti revizora<sup>45</sup>;
- U slučaju postojanja međunarodnih standarda prihvatljivih regulatoru, dozvolu njihovog korištenja kako bi se olakšalo učinkovito međugranično stjecanje kapitala kao pomoći u pružanju međunarodno usporedivih informacija te kako bi se potpomoglo efikasnije stjecanje kapitala<sup>46</sup>;
- Mehanizam za provedbu usklađenosti s računovodstvenim i revizorskim standardima.<sup>47</sup>

<sup>45</sup> IOSCO Public Document No. 133, Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring an Auditor's Independence, IOSCO Technical Committee, October 2002.

<sup>46</sup> Vidi IOSCO Resolution No. 12: Resolution on Harmonization of Accounting and Auditing Standards (2) (P.C.), November 1988. Također IOSCO Resolution No. 44, Resolution on IASC Standards (P.C.), May 2000.

<sup>47</sup> IOSCO Public Document No. 134, Principles for Auditor Oversight, IOSCO Technical Committee, October 2002.

## 11. Sustavi zajedničkog ulaganja<sup>48</sup>

### 11.1. Načela za sustave zajedničkog ulaganja

**17 Regulatorni sustav treba postaviti standarde podobnosti i reguliranja onih koji žele promovirati sustave zajedničkog ulaganja ili upravljati njima.**

**18 Regulatorni sustav treba zahtijevati pravila koja definiraju pravni oblik i strukturu sustava zajedničkog ulaganja te odvajanje i zaštitu imovine klijenta.**

**19 Reguliranje treba zahtijevati objavu, kako je prethodno navedeno u načelima za izdavatelje, neophodnu za vrednovanje prikladnosti sustava zajedničkog ulaganja za određenog investitora i vrijednosti udjela investitora u sustavu.**

**20 Reguliranje treba osigurati postojanje odgovarajuće i vidljive osnove za vrednovanje imovine, određivanje cijena i otkup udjela u sustavu zajedničkog ulaganja.**

### 11.2. Opseg ovog dijela

Izraz „sustavi zajedničkog ulaganja“ uključuje ovlaštene otvorene fondove koji će otkupljivati udjele ili dionice, bilo neprestano ili povremeno. Također uključuje i zatvorene fondove čijim se udjelima ili dionicama trguje na tržištu vrijednosnica. Nadalje uključuje i investicijske fondove na udjele (*unit investment trusts*), ugovorne oblike i europski UCITS (Društva za kolektivno ulaganje u prenosive vrijednosne papire) model<sup>49</sup>.

Pravni oblik koji ima sustav zajedničkog ulaganja razlikuje se ovisno o državi, no u svim državama oni postaju sve važniji kao načini kojima investitor postiže diverzificiranu izloženost prema investicijskim mogućnostima.

Ispravna regulacija sustava zajedničkog ulaganja od presudne je važnosti za ciljeve zaštite potrošača i treba osigurati investitorima pristup poštenom tržištu. Investitori se u sustavu zajedničkog ulaganja oslanjaju na rukovoditelje sustava da upravljaju njihovim sredstvima i djeluju u njihovom najboljem interesu.

### 11.3. Podobnost za poziciju rukovoditelja

Moraju postojati jasni kriteriji za podobnost rukovođenja sustavom zajedničkog ulaganja. Zaštita investitora ključni je cilj i ukoliko regulatorni sustav nameće posebne zahtjeve, čimbenici koji se mogu razmotriti su sljedeći:

- Iskrenost i integritet rukovoditelja;
- Sposobnost izvršavanja funkcije i dužnosti rukovoditelja sustava;

<sup>48</sup> Vidi općenito IOSCO Public Document No. 40, Report on Investment Management - Principles for the Regulation of Collective Investment Schemes and Explanatory Memorandum, IOSCO Technical Committee, October 1994 and IOSCO Public Document No. 69, Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes, IOSCO Technical Committee, September 1997.

<sup>49</sup> U nekim državama zatvoreni fondovi ne podliježu posebnim zahtjevima za licenciranjem ili nadzorom te se umjesto toga reguliraju u skladu s pravilima o uvrštenju na burzu.

- Financijska sposobnost;
- Posebne funkcije i dužnosti rukovoditelja;
- Unutarnji postupci upravljanja.<sup>50</sup>

#### **11.4. Nadzor djelovanja, sukoba interesa i delegiranja**

Regulacijski sustav treba zahtijevati nadzor određenog sustava tijekom cijelog njegovog postojanja. Nadzor rukovoditelja mora promovirati visoke standarde sposobnosti, integriteta i poštenog poslovanja. Trebaju postojati jasne ovlasti u vezi s:

- Registracijom i davanjem ovlaštenja sustavu;
- Inspekcijom kako bi se osigurala usklađenost poslovanja rukovoditelja sustava;
- Istragom sumnjivih prijestupa;
- Pravnim sredstvima u slučaju prijestupa ili neispunjenja ugovornih obveza.

Te ovlasti moraju biti dovoljne kako bi omogućile djelovanje u vezi sa svim nadziranim odgovornim osobama unutar sustava.

S ciljem pomaganja pri nadzoru i promoviranja usklađenosti, trebaju postojati jasne odgovornosti za čuvanje dokumentacije o poslovanju sustava.

Djelovanje sustava zajedničkog ulaganja podiže mogućnost za sukob između interesa investitora u sustavu i interesa rukovoditelja sustava ili njima pridruženih osoba. Regulacija mora osigurati da mogućnost sukoba bude svedena na minimum te da se svi sukobi koji se pojave primjereno razotkriju. Rukovoditelji ne smiju imati koristi na račun ulagatelja u sustavu. To općenito zahtijeva regulaciju koja pokriva pitanja kao što su najpovoljnija provedba transakcije, primjereno trgovanje i pravovremena raspodjela transakcija, provizije i naknade, transakcije s povezanim stranama i dogovori s pokroviteljima.<sup>51</sup>

Uobičajeno je da dijelove poslovanja sustava zajedničkog ulaganja obavljaju odabrani predstavnici. Korištenje odabranih predstavnika ne smije nikako biti dopušteno kako bi se umanjila učinkovitost primarne regulacije sustava zajedničkog ulaganja. Odabrani predstavnik mora biti usklađen sa svim regulatornim zahtjevima koji se odnose na vođenje osnovnih poslovnih djelatnosti.<sup>52</sup>

#### **11.5. Pravni oblik i struktura<sup>53</sup>**

Regulatorni sustav mora uzeti u obzir pravni oblik i strukturu sustava zajedničkog ulaganja kako bi omogućio investitorima da procijene svoje interese i prava te kako bi omogućio grupi sredstava investitora da se razlikuje i da bude odvojena od imovine drugih strana.

<sup>50</sup> Vidi općenito IOSCO Public Document No. 136, *Investment Management: Areas of Regulatory Concern and Risk Assessment Methods*, IOSCO Technical Committee, November 2002. Za čimbenike bitne za iskrenost i integritet upravitelja, vidi IOSCO Public Document No. 137, *Investment Management Risk Assessment: Managerial Culture and Effectiveness*, IOSCO Technical Committee, November 2002.

<sup>51</sup> Vidi općenito IOSCO Public Document No. 108, *Conflicts of Interests of CIS Operators*, IOSCO Technical Committee, May 2000.

<sup>52</sup> Vidi općenito IOSCO Public Document No. 113, *Delegation of Functions*, IOSCO Technical Committee, December 2000.

<sup>53</sup> Vidi općenito IOSCO Public Document No. 60, *Guidance on Custody Arrangements for Collective Investment Schemes - A Discussion Paper*, IOSCO Technical Committee, September 1996; IOSCO Public Document No. 107, *Summary of Responses to the Questionnaire on Principles and Best Practice Standards on Infrastructure for Decision Making for CIS Operators*, IOSCO Technical Committee, May 2000.

Pravni oblik i struktura izabrani za sustave kolektivnih ulaganja imaju utjecaj na prirodu rizika od neispunjenja ugovornih obveza ili prijestupa vezanih uz sustave. To se mora priopćiti investitorima.

Regulatorni sustav mora osigurati da ti rizici za investitore budu prikazani ili kroz statut, ili pravila ponašanja ili obvezujuće odredbe u osnivačkim dokumentima sustava.<sup>54</sup>

### **11.6. Objava investitorima**

Mora postojati zahtjev u kojem je navedeno kako pitanja važna za vrijednost sustava podliježu obvezi objave investitorima i potencijalnim investitorima<sup>55</sup>. Objava o sustavu zajedničkog ulaganja trebala bi pomoći investitorima pri razumijevanju prirode investiranja i odnosa između rizika i povrata ulaganja, kako se investitori ne bi pri vrednovanju uspješnosti sustava usmjerili samo na povrat od ulaganja, nego i na rizik koji može biti povezan s tim povratom<sup>56</sup>. Ipak, investitori moraju imati slobodu izabrati razinu tržišnog rizika kojem su izloženi. Također, investicijske politike moraju biti objavljene na razumljiv način.<sup>57</sup>

Cilj objave bi trebao biti:

- Pružiti ulagateljima dovoljno informacija da procijene je li i do koje je razine sustav za njih prikladno investicijsko sredstvo;
- Pružiti informacije na pravovremenoj osnovi, u lako razumljivoj formi, uzimajući u obzir tip investitora.<sup>58</sup>

Poseban aspekt objavljivanja, a koji zahtijeva posebnu pažnju je objava svih naknada i ostalih troškova koji mogu biti nametnuti unutar sustava.

Nadzor rukovoditelja sustava zajedničkog ulaganja treba osigurati provođenje navedene investicijske politike ili strategije trgovanja sustava ili bilo koje politike zahtijevane regulativom, te poštivanje svih ograničenja o vrsti ili razini ulaganja.

---

<sup>54</sup> Za raspravu o specifičnim rizicima u vezi s fondovima za omeđivanje rizika, vidi IOSCO Public Document No. 142, *Regulatory and Investor Protection Issues Arising from the Participation of Retail Investors in Hedge Funds*, IOSCO Technical Committee, February 2003.

<sup>55</sup> Vidi također IOSCO Public Document No. 117, *Discussion Paper on the Role of Investor Education in the Effective Regulation of CIS and CIS Operators*, IOSCO Technical Committee, March 2001; and IOSCO Public Document No. 140, *Investor Education*, IOSCO Emerging Markets Committee, January 2003.

<sup>56</sup> Vidi općenito IOSCO Public Document No. 59, *Disclosure of Risk - A Discussion Paper*, IOSCO Technical Committee, September 1996 and IOSCO Public Document No. 114, *Performance Presentation Standards for Collective Investment Schemes*, IOSCO Emerging Markets Committee, December 2000; IOSCO Public Document No. 130, *Performance Presentation Standards for Collective Investment Schemes (Consultation Draft)*, IOSCO Technical Committee, July 2002; i IOSCO Public Document No. 144, *Performance Presentation Standards for Collective Investment Schemes: Best Practice Standards*, IOSCO Technical Committee, February 2003.

<sup>57</sup> Za raspravu o obvezi otkrivanja uobičajenih praksi pri glasanju vidi IOSCO Public Document No. 129, *Collective Investment Schemes as Shareholders: Responsibilities and Disclosure (Consultation Document)*, IOSCO Technical Committee, July 2002.

<sup>58</sup> Vidi općenito IOSCO Public Document No. 131, *Investor Disclosure and Informed Decisions: Use of Simplified Prospectuses by Collective Investment Schemes*, IOSCO Technical Committee, July 2002.

### **11.7. Zaštita klijentove imovine<sup>59</sup>**

Regulatori trebaju prepoznati korist učinkovitih mehanizama zaštite ulagatelja i povjerenja u financijska tržišta u svrhu zaštite klijentove imovine od rizika gubitka te nesolventnosti investicijskih društava. Klijentova imovina koja se drži i kojom se upravlja u ime investitora u sustavu zajedničkog ulaganja uključuje novac, vrijednosnice i pozicije, uključujući u slučaju izvedenica i pripadajuće obračunate, a nenaplaćene obveze ili pripadajući prihod.

Regulatori unutar svojih ovlasti moraju osigurati one mehanizme koji najbolje postižu ukupan cilj zaštite klijentove imovine, uzimajući u obzir njihovu nesolventnost ili zakone, regulative i prakse o investicijskim uslugama, te potrebu za učinkovitim tržištem i zaštitom potrošača.

Regulatori trebaju pregledati prikladnost procedura unutar svojih nadležnosti kako bi osigurali da se vrijednosnice klijenta u slučaju namire ne miješaju s onima koje pripadaju investicijskom društvu.

### **11.8. Vrednovanje imovine i određivanje cijena**

Regulacija treba osigurati pošteno i ispravno vrednovanje sveukupne imovine sustava zajedničkog ulaganja te ispravno izračunavanje neto vrijednosti imovine.<sup>60</sup> Informacije o vrijednosti imovine i određivanju cijena trebale bi investitoru omogućiti procjenu učinkovitosti tijekom vremena. Interesi investitora općenito se bolje štite ako se koristi izvještavanje temeljeno na vrijednosti kad god se pouzdane tržišne ili fer vrijednosti mogu utvrditi.<sup>61</sup>

### **11.9. Otkup udjela u sustavu**

Zakoni ili pravila koja uređuju sustave kolektivnih ulaganja moraju omogućiti investitorima otkup udjela na osnovi koja je jasno navedena u osnivačkim dokumentima te moraju omogućiti da prava obustave štite interese investitora. Regulatori trebaju biti obaviješteni o svakoj obustavi otkupnih prava.<sup>62</sup>

### **11.10. Međunarodna regulatorna suradnja<sup>63</sup>**

Sve veći broj sustava zajedničkog ulaganja predstavlja se na tržištima u više država. Također je uobičajeno da se promotori sustava, upravitelji i skrbnici nalaze u nekoliko različitih država te ne moraju biti u istoj državi kao investitori kojima se sustav promovira<sup>64</sup>. Odobrenje tih sustava treba uzeti u obzir moguću potrebu za međunarodnom suradnjom. Ta tema detaljnije se obrađuje u dijelu 9.3.

---

<sup>59</sup> Vidi općenito IOSCO Public Document No. 57, *Client Asset Protection*, IOSCO Technical Committee, August 1996.

<sup>60</sup> IOSCO Public Document No. 69, *Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes*, IOSCO Technical Committee, September 1997; IOSCO Public Document No. 91, *Regulatory Approaches to the Valuation and Pricing of Collective Investment Schemes*, IOSCO Technical Committee, May 1999; IOSCO Public Document No. 92, *CIS Unit Pricing*, IOSCO Emerging Markets Committee, May 1999; i IOSCO Public Document No. 93, *A Comparison Between the Technical Committee Report and the Emerging Markets Committee Report on Valuation and Pricing of Collective Investment Schemes*, Joint Report of the IOSCO Technical and Emerging Markets Committees, May 1999.

<sup>61</sup> Obvezan zahtjev u nekim državama.

<sup>62</sup> Vidi općenito IOSCO Public Document No. 135, *Suspending Redemptions: A Case Study from September 11 and General Principles*, IOSCO Technical Committee, November 2002.

<sup>63</sup> Vidi općenito IOSCO Public Document No. 54, *Regulatory Cooperation in Emergencies -- A Discussion Paper*, IOSCO Technical Committee, June 1996.

<sup>64</sup> Vidi općenito IOSCO Public Document No. 52, *Discussion Paper on International Cooperation in Relation to Cross-Border Activity of Collective Investment Schemes*, IOSCO Technical Committee, June 1996.

## 12. Posrednici na tržištu

### 12.1. Načela za posrednike na tržištu

**21 Reguliranje treba omogućiti minimalne ulazne standarde za posrednike na tržištu.**

**22 Trebaju postojati inicijalni i tekući kapitalni i ostali prudencijalni zahtjevi za posrednike na tržištu koji odražavaju rizike koje posrednici preuzimaju.**

**23 Od posrednika na tržištu treba zahtijevati da se pridržavaju standarda o unutarnjoj organizaciji i operativnim postupcima koji za cilj imaju zaštitu interesa klijenata, osiguravanje ispravnog upravljanja rizicima, i prema kojima uprava posrednika prihvaća primarnu odgovornost za ta pitanja.**

**24 Trebaju postojati procedure za postupanje u slučaju neuspjeha posrednika na tržištu s ciljem minimiziranja šteta i gubitka investitora te obuzdavanja sustavnog rizika**

### 12.2. Opseg ovog dijela

U ovom dijelu izraz „posrednici na tržištu“ općenito uključuje one koji obavljaju poslove upravljanja individualnim portfeljima, izvršavaju naloge, trguju vrijednosnicama ili ih raspodjeljuju te pružaju informacije važne za trgovanje vrijednosnicama.

Regulacija treba, za razne vrste posrednika, odrediti ulazne kriterije, kapitalne i ostale prudencijalne zahtjeve, tekući nadzor i kontrolu nad novim sudionicima na tržištu, te posljedice neplaćanja i financijskog neuspjeha.

Nadzor posrednika na tržištu treba prvenstveno biti usmjeren na područja gdje njihov kapital, novac klijenta i javno povjerenje mogu biti najviše izloženi riziku<sup>65</sup>. To uključuje rizike da:

- Nestručnost ili loše upravljanje rizicima mogu dovesti do neuspjeha pri izvršenju transakcije, neuspjeha pri realiziranju namire ili neuspjeha pri pružanju odgovarajućih savjeta;
- Kršenje obveze može dovesti do pronevjere klijentovih sredstava ili imovine, zloupotrebe klijentovih uputa za posrednikove vlastite trgovinske svrhe („*front running*“ ili trgovanje prije

<sup>65</sup> Vidi IOSCO Resolution No. 13: *Statement on Issues of Clearance and Settlement* (T.C.), June 1989 and IOSCO Resolution No. 27: *Resolution on Market Automation and its Implications for Regulatory Activity* (P.C.), September 1989. Vidi također IOSCO Public Document No. 77, *Methodologies for Determining Minimum Capital Standards for Internationally Active Securities Firms Which Permit the Use of Models Under Prescribed Conditions*, IOSCO Technical Committee, May 1998; IOSCO Public Document No. 78, *Risk Management and Control Guidance for Securities Firms and their Supervisors*, IOSCO Technical Committee, May 1998; IOSCO Public Document No. 89, *Recognising a Firm's Internal Market Risk Model for the Purposes of Calculating Required Regulatory Capital: Guidance to Supervisors*, May 1999, and IOSCO Resolution No. 18: *Resolution on Rules of Ethics of Intermediaries* (P.C.), September 1989, i naročito, raspravu o raznim tipovima rizika koje posrednici na tržištu moraju uzeti u obzir: Market Risk, Credit Risk, Liquidity Risk, Operational Risk, Legal Risk and Systemic Risk. On credit risk, see IOSCO Public Document No. 105, *The Management of Credit Risks by Securities Firms and Recommendations to Firms and Regulators*, IOSCO Technical Committee, May 2000. See also IOSCO Public Document No. 79, *Framework for Supervisory Information About Derivatives and Trading Activities*, Joint Report by the IOSCO Technical Committee i Basle Committee on Banking Supervision, September 1998 i IOSCO Public Document No. 122, *Risk Management Practices and Regulatory Capital- Cross-sectoral Comparison*, Joint Forum on Financial Conglomerates, November 2001.

- kupca), manipulaciju ili druge trgovačke nepravilnosti, ili prijevaru od strane posrednika ili njegovih zaposlenika;
- Nesolventnost posrednika može dovesti do gubitka klijentova novca, vrijednosnica ili mogućnosti za trgovanje te može smanjiti povjerenje u tržište na kojem posrednik djeluje.

### **12.3. Licenciranje i nadzor**

Licenciranje<sup>66</sup> i nadzor posrednika na tržištu treba odrediti minimalne standarde za sudionike na tržištu i pružiti dosljednost u postupanju prema svim posrednicima u sličnom položaju na tržištu. Također bi trebalo smanjiti rizik investitora od gubitka uzrokovanog nepažljivim ili nezakonitim postupanjem te neadekvatnim kapitalom.

Postupak licenciranja treba zahtijevati sveobuhvatnu procjenu kandidata i svih onih koji su u poziciji da kontroliraju ili snažnije utječu na kandidata.

Tijelo nadležno za licenciranje treba imati ovlasti odbacivanja onih prijava koje ne zadovoljavaju postavljene standarde.

Tijelo nadležno za licenciranje također treba imati ovlast povlačenja ili suspendiranja licence ili ovlast da na drugi način kazni imatelja licence u svim slučajevima kad ulazni kriteriji nisu zadovoljeni.

Promjene u kontroli ili postojanje važnih utjecaja trebaju biti poznati nadležnom tijelu kako bi se omogućilo da njegova procjena posrednika bude valjana. Regulator mora imati ovlasti povlačenja licence ili ovlaštenja tamo gdje promjene u kontroli rezultiraju nezadovoljavanjem relevantnih zahtjeva.

Potrebno je razmotriti sljedeća pitanja:

- Regulacija mora postaviti ulazne uvjete koji jasno definiraju osnove sudjelovanja. Ulazni uvjeti trebaju se dosljedno primjenjivati te ih ne mora nužno odrediti regulator, nego primjerice u slučaju odgovornosti SRO-a, taj postupak podliježe odgovarajućem nadzoru regulatora.
- Regulacija mora odrediti hoće li sudjelovanje posrednika na tržištu biti zasnovano na prezentaciji odgovarajućeg znanja, resursa, vještina i etičkog stava (uključujući i razmatranje ponašanja u prošlosti).<sup>67</sup>
- Regulator mora imati ovlasti odbijanja licenciranja posrednika ukoliko ti zahtjevi nisu zadovoljeni.
- Kao uvjet ulaska na tržište, društva za trgovinu vrijednosnicama trebaju zadovoljiti zahtjev o visini temeljnog kapitala. To osigurava da vlasnici društava imaju neposredan financijski ulog u društvu. Zahtjev o visini kapitala mora se održavati te se o njemu mora periodično izvještavati regulator ili nadležni SRO. Tekući zahtjevi o visini kapitala moraju biti izravno povezani s prirodom i obujmom poslovanja koje obavlja posrednik. Financijska pozicija posrednika također mora biti redovito revidirana od strane nezavisnih revizora.

Kako bi se osigurala ispravnost licenciranja, mora postojati i zahtjev o redovnom obnavljanju relevantnih informacija te zahtjev o prijavljivanju važnih promjena u okolnostima koje utječu na uvjete licenciranja.

Kako bi se investitorima omogućila bolja zaštita vlastitih interesa, regulator treba javnosti osigurati pristup relevantnim informacijama vezanim uz korisnika licence, kao što su kategorija licence, opseg aktivnosti za

---

<sup>66</sup> U nekim se državama umjesto licenciranja koristi davanje ovlaštenja ili registracija.

<sup>67</sup> Mnoge države postavljaju detaljnije uvjete za obrazovanje, obuku, iskustvo i tzv. „fitness and properness“ kandidata koji prije licenciranja osobe moraju biti zadovoljeni. Tim se uvjetima namjerava zaštititi investitor.

čije je obavljanje ovlašten, identitet članova višeg rukovodstva i onih koji su ovlašteni djelovati u ime posrednika.<sup>68</sup>

#### **12.4. Adekvatnost kapitala<sup>69</sup>**

Zaštita investitora i stabilnost financijskih sustava povećavaju se prikladnim nadzorom tekućih kapitalnih standarda.

Standardi adekvatnosti kapitala<sup>70</sup> njeguju povjerenje u financijska tržišta i treba ih oblikovati na način koji će dopustiti društvu da apsorbira neke gubitke, naročito u slučaju većih nepovoljnih kretanja na tržištu, te da postignu stvaranje okruženja u kojem društvo za vrijednosnice može ugasiti svoje poslovanje u relativno kratkom periodu bez gubitka koji će snositi njegovi klijenti ili klijenti drugih društava te bez poremećaja urednog funkcioniranja financijskih tržišta. Standardi kapitala moraju biti oblikovani na način koji će dopustiti nadzornim tijelima vrijeme u kojem mogu intervenirati te postići cilj urednog zatvaranja poslovanja društva.

Društvo mora osigurati održavanje odgovarajućih financijskih resursa kako bi zadovoljilo svoje poslovne obveze te se oduprlo rizicima kojima je njegovo poslovanje izloženo. Rizik može biti rezultat aktivnosti nelicenciranih i izvanbilančnih povezanih društava te bi regulacija trebala razmotriti potrebu za informacijama o aktivnostima tih povezanih društava.<sup>71</sup>

Test adekvatnosti kapitala trebao bi uzeti u obzir rizike s kojima se suočavaju društva za vrijednosnice i to sudeći prema prirodi i obujmu aktivnosti koje društvo obavlja.

---

<sup>68</sup> Ta informacija mora biti javno objavljena i lako dostupna. Može se održavati u središnjoj bazi podataka regulatora ili kod SRO.

<sup>69</sup> Vidi IOSCO Public Document No. 77, *Methodologies for Determining Minimum Capital Standards for Internationally Active Securities Firms Which Permit the Use of Models Under Prescribed Conditions*, IOSCO Technical Committee, May 1998; IOSCO Public Document No. 78, *Risk Management and Control Guidance for Securities Firms and their Supervisors*, IOSCO Technical Committee, 1998; IOSCO Public Document No. 89, *Recognising a Firm's Internal Market Risk Model for the Purposes of Calculating Required Regulatory Capital: Guidance to Supervisors*, IOSCO Technical Committee, May 1999. Za kreditni rizik, vidi IOSCO Public Document No. 105, *The Management of Credit Risk by Securities Firms and Recommendations to Firms and Regulators*, IOSCO Technical Committee, May 2000; IOSCO Public Document No. 79, *Framework for Supervisory Information About Derivatives and Trading Activities*, Joint Report of the IOSCO Technical Committee and the Basel Committee on Banking Supervision, September 1998; IOSCO Public Document No. 97, *Recommendations for Public Disclosure of Trading and Derivatives Activities of Banks and Securities Firms*, Joint Forum on Financial Conglomerates, October 1999; and IOSCO Public Document No. 122, *Risk Management Practices and Regulatory Capital - Cross-Sectoral Comparison*, Joint Forum on Financial Conglomerates, November 2001. Vidi također IOSCO Resolution No. 18: *Resolution on Capital Adequacy Standards (P.C.)*, September 1989.

<sup>70</sup> Vidi IOSCO Public Document No. 14, *Capital Requirements for Multinational Securities Firms*, IOSCO Technical Committee, November 1990, IOSCO Public Document No. 116, *Multidisciplinary Working Group on Enhanced Disclosure*, Joint Report of the Basel Committee on Banking Supervision, the Committee on the Global Financial System of the G-10 Central Banks, and IOSCO, April 2001 and IOSCO Public Document No. 122, *Risk Management Practices and Regulatory Capital - Cross-Sectoral Comparison*, Joint Forum on Financial Conglomerates, November 2001.

<sup>71</sup> Vidi IOSCO Public Document No. 128, *Sound Practices for the Management of Liquidity Risk at Securities Firms*, IOSCO Technical Committee, June 2002.

## 12.5. Pravila postupanja pri poslovanju i ostali prudencijalni zahtjevi<sup>72</sup>

Posrednici na tržištu moraju se ponašati na način kojim štite interese svojih klijenata te pomažu očuvanju integriteta tržišta<sup>73</sup>.

Uprava posrednika na tržištu mora snositi glavnu odgovornost u održavanju odgovarajućih standarda djelovanja i pridržavanja ispravnih postupaka cijelog društva. To uključuje ispravno upravljanje rizicima vezanim uz poslovanje posrednika.<sup>74</sup> Od regulacije se ne smije očekivati uklanjanje rizika s tržišta<sup>75</sup>, već osiguranje ispravnog upravljanja tim rizikom. Primjereno je redovito vrednovanje postupaka upravljanja rizicima unutar nadziranog društva. SRO-i i treće strane, na primjer vanjski revizori, mogu pomoći pri tom postupku.

Primjeri kršenja poslovnih pravila mogu se pojaviti unatoč postojanju unutarnjih postupaka stvorenih za sprječavanje dotičnih nedoličnih postupaka ili nemara. Regulatoru nije praktično svakodnevno nadgledati u kolikoj mjeri se društvo pridržava tih unutarnjih postupaka. To je odgovornost višeg rukovodstva posrednika. Više rukovodstvo mora osigurati kapacitete za izvršavanje te dužnosti. Ono samo mora razumjeti prirodu poslovanja društva, njegove procedure unutarnje revizije te politike preuzimanja rizika. Mora jasno razumjeti opseg svojih ovlasti i odgovornosti te mora pravovremeno imati pristup svim relevantnim informacijama o poslovanju, a trebaju im biti i dostupni neophodni savjeti o poslovanju i njihovim odgovornostima. Te informacije moraju na zahtjev biti dostupne i regulatoru.

Pojedinosti prikladne unutarnje organizacije društva razlikuju se ovisno o veličini društva, prirodi njegovog poslovanja i rizika koje preuzima, no općenito bi se regulacija posrednika na tržištu trebala pridržavati sljedećih standarda:

- Poštenje i pažljivost - društvo se mora pridržavati visokih standarda poštenja i pravednog poslovanja te mora nastupati s dužnom brigom i pozornošću u cilju najbolje zaštite svojih klijenata i integriteta tržišta.
- Uvjeti poslovanja - pisani ugovor o poslovanju s klijentom općenito je potreban i primjeren. Društvo sukladno tome mora biti spremno potpuno i na pošten način ispuniti svoje obveze prema njemu.
- Informacije o klijentima - društvo mora od svojih klijenata tražiti svaku informaciju o njihovim okolnostima i ciljevima investiranja koji su relevantni za pružane usluge. Moraju se uspostaviti politike i procedure koju osiguravaju integritet, sigurnost, dostupnost, pouzdanost i detaljnost svih podataka, uključujući dokumentaciju i elektronički spremljene podatke, relevantne za poslovne djelatnosti društva. Kada aktivnosti posrednika uključuju i davanje specifičnih savjeta, posebno je važno da se savjet daje nakon ispravnog razumijevanja potreba i okolnosti klijenta, što je pitanje općenito obuhvaćeno u pravilima ponašanja koja kažu da posrednik mora „poznavati svog klijenta“.

<sup>72</sup> Vidi IOSCO Public Document No. 78, Risk Management and Control Guidance for Securities Firms and their Supervisors, IOSCO Technical Committee, May 1998.

<sup>73</sup> Vidi IOSCO Resolution No. 16: *Resolution on Rules of Ethics of Intermediaries* (P.C.), September 1989. Vidi također IOSCO Public Document No. 8, *International Conduct of Business Principles*, IOSCO Technical Committee, July 1990 and IOSCO Public Document No. 83, *Securities Activities on the Internet*, IOSCO Technical Committee, September 1998, (i naročito, Key Recommendations 8 - 11 i tekst).

<sup>74</sup> Vidi IOSCO Public Document No. 35, Operational and Financial Risk Management Control Mechanisms for Over-the-Counter Derivatives Activities of Regulated Securities Firms, IOSCO Technical Committee, July 1994.

<sup>75</sup> U ovim Ciljevima i principima, „operativni rizik“ se općenito odnosi na rizik gubitka zbog neuspjeha sustava ili namjernog ili nepažljivog ponašanja osoblja.

- Informacije za klijente - društvo mora razumljivo i pravovremeno otkrivati svojim klijentima informacije potrebne za donošenje utemeljene i uravnotežene odluke o ulaganju. Za regulaciju može biti neophodno da osigura objavu informacija u posebnom obliku u slučajevima gdje proizvodi nose rizik koji možda nije odmah jasan običnom investitoru. Zapošljavanjem i obukom mora se osigurati da osoblje koje pruža usluge investicijskog savjetovanja razumije obilježja proizvoda o kojem savjetuje.<sup>76</sup>
- Imovina klijenta - kada društvo upravlja imovinom, ili je na neki drugi način odgovorno za imovinu koja pripada klijentu, a koju je zaduženo čuvati, ono mora osigurati njenu pravilnu zaštitu (primjerice, odvajanje i određivanje vrste te imovine) u skladu s prihvaćenom odgovornošću. Svrha je tih mjera: zaštita od nezakonite upotrebe klijentove imovine od strane kojoj je ona povjerena; olakšavanje prijenosa pozicija u slučaju većih tržišnih poremećaja; sprečavanje korištenja klijentovih sredstava za vlastito trgovanje ili financiranje djelatnosti posrednika te pomaganje pri urednom zatvaranju poslovanja uslijed nesolventnosti određenog društva, ukoliko je to nužno.
- Tržišna praksa - društvo se treba pridržavati visokih standarda ponašanja na tržištu, te bilo kojeg relevantnog zakona, kodeksa ili standarda koji se primjenjuju na društvo. Usklađenost društva sa svim mjerodavnim zakonskim i regulatornim zahtjevima, kao i s unutarnjom politikom i procedurama društva, mora se nadzirati preko posebne jedinice zadužene za pitanja usklađenosti koja izravno izvještava više rukovodstvo na način koji je čini neovisnom od operativnih dijelova društva.
- Operativna kontrola - moraju se uspostaviti učinkovite politike i operativne procedure te kontrole u vezi s dnevnim poslovnim djelatnostima društva. „Učinkovitost“ tih operativnih procedura i kontrola mora se vrednovati sa stajališta služe li one:
  - (a) Učinkovitoj razmjeni informacija između društva i klijenata, uključujući obvezno davanje (objavu) informacija klijentima;
  - (b) Integritetu poslovne prakse društva, uključujući postupanje sa svim klijentima na pošten, iskren i profesionalan način;
  - (c) Čuvanju imovine i društva i klijenta od neovlaštenog korištenja i raspolaganja;
  - (d) Čuvanju ispravnih računovodstvenih i drugih važnih dokumenata, te pouzdanosti informacija; i
  - (e) Usklađenosti sa svim relevantnim pravnim i regulatornim zahtjevima;
  - (f) Primjerenosti odvojenosti ključnih obaveza i funkcija, naročito onih koje, u slučaju da ih obavlja ista osoba, mogu dovesti do neotkrivenih grešaka ili mogu biti uzrok izlaganja društva ili klijenata neprimjerenim rizicima.
- Sukobi interesa - društvo mora pokušati izbjeći sve moguće sukobe interesa no, tamo gdje postoji mogućnost za sukob interesa, mora osigurati pošteno postupanje sa svim svojim klijentima kroz ispravno objavljivanje, unutarnja pravila o povjerljivosti ili kroz odbijanje djelovanja kada se konflikt ne može izbjeći. Društvo ne smije stavljati svoje interese iznad interesa klijenata.

---

<sup>76</sup> Regulatori također moraju imati aktivnu ulogu u održavanju programa obuke i razvoja.

- Vlastito trgovanje - unutar društva moraju postojati jasne politike koje pokrivaju okolnosti u kojima je takvo trgovanje dozvoljeno. Regulator treba pribaviti informaciju o vlastitom trgovanju reguliranog društva i odlučiti je li neto kapital društva adekvatan riziku povezanim s vlastitim trgovanjem. Pružane informacije moraju biti dostatne za razumijevanje sveukupnog poslovanja i profila rizika društva i pridruženih osoba. Također moraju omogućiti i regulaciju *margin tradinga* te otkrivanja sukoba interesa ili manipulativnih radnji.

### **12.6. Ponašanje u slučaju financijskog neuspjeha posrednika**<sup>77</sup>

Neuspjeh posrednika može imati sustavne posljedice.

Regulator mora imati jasne mjere za postupanje u slučaju neuspjeha posrednika na tržištu. Okolnosti financijskog neuspjeha su nepredvidive i stoga plan mora biti fleksibilan.

Regulator mora pokušati minimizirati štetu i gubitak za investitora uzrokovan neuspjehom posrednika. Neophodna može biti kombinacija mjera za ograničavanje aktivnosti, za osiguranje pravilnog upravljanja imovinom te za pružanje informacija tržištu.

Ovisno o važećem sustavu domaćeg nadzora banaka, nužna može biti suradnja s regulatorima banaka, te ako domaći aranžmani to zahtijevaju i s regulatorima nesolventnosti. Regulator treba barem imati kontakt osobe u ostalim domaćim i važnijim stranim nadzornim tijelima.

### **12.7. Nadzor posrednika na tržištu**

Regulacija mora osigurati postojanje ispravnog stalnog nadzora vezanog uz posrednike na tržištu.<sup>78</sup>

Regulacija mora osigurati:

- Inspekcijske ovlasti - regulator treba imati pravo na pregled knjiga, dokumenata i poslovnih aktivnosti posrednika na tržištu kako bi mogao osigurati usklađenost sa svim relevantnim zahtjevima, čak i u slučaju kada nema sumnje u prijestup. Moraju postojati dodatni uvjeti o čuvanju sveobuhvatne dokumentacije.
- Ovlasti istrage i provođenja odluka - regulatoru ili drugom nadležnom tijelu mora u slučaju sumnje ili u slučaju počinjenog prijestupa biti na raspolaganju širok raspon istražnih ovlasti i pravnih sredstava za provođenje mjera navedenih u ovom dokumentu u odjeljku 8.
- Provođenje stege i opoziv - mora biti uspostavljen pošten i brz stegovni postupak, koji u slučaju potrebe dovodi do suspenzije ili oduzimanja licence.

<sup>77</sup> Vidi IOSCO Public Document No. 49, Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures, IOSCO Technical Committee, March 1996.

<sup>78</sup> Vidi IOSCO Resolution No. 35: *Resolution on Enforcement Powers of a Securities and Futures Supervisory Agency* (E.C.), September 1996; IOSCO Resolution No. 37, *Resolution on Enforcement Powers* (T.C.), February 1997; IOSCO Resolution No. 39: *Resolution on Enforcement Powers* (P.C.), November 1997; and IOSCO Resolution No. 40: *Resolution on Principles for Record Keeping, Collection of Information, Enforcement Powers and Mutual Cooperation to Improve the Enforcement of Securities and Futures Laws* (P.C.), November 1997.

- Provođenje stege i oduzimanje licence može se delegirati na odgovarajući SRO, no samo uz regulatorni nadzor i ne na isključivoj osnovi.
- Žalbe - mora biti uspostavljen učinkovit i djelotvoran mehanizam za rješavanje žalbi investitora.

### **12.8. Investicijski savjetnici**

Investicijski savjetnici su one osobe koje su uglavnom uključene u poslove savjetovanja drugih u vezi s vrijednošću vrijednosnica ili investiranjem u vrijednosnice, te njihovom kupnjom ili prodajom.

Ukoliko investicijski savjetnik posluje također i u ime klijenata, nadzor vezan uz kapital i ostala gore navedena operativna pitanja, a koja se primjenjuju na ostale posrednike na tržištu, također se primjenjuju i na savjetnika. Ukoliko savjetnik ne posluje s klijentovom imovinom, ali mu je dopušteno da skrbi za nju, regulativa mora omogućiti zaštitu klijentove imovine, uključujući odvajanje i povremenu inspekciju (od strane regulatora ili nezavisne treće strane).

Kod reguliranja djelatnosti investicijskih savjetnika, regulator može staviti naglasak na najvažnije uvjete za licenciranje, te kapitalne i ostale zahtjeve koji su preporučeni za reguliranje drugih posrednika na tržištu u Odjeljcima 12.3-12.6. U protivnom, regulator se može odlučiti za sustav zasnovan na otkrivanju, a koji je kreiran na način kako bi dopustio potencijalnim klijentima da sami donesu utemeljenu odluku o izboru savjetnika.

Ipak, odabrani regulatorni sustav morao bi sadržavati sljedeći minimum elemenata:

- Postupak licenciranja koji je dostatan za dodjelu dozvola za rad investicijskog savjetnika te koji omogućuje pristup stalno ažuriranom popisu ovlaštenih savjetnika;
- Zabranu licenciranja osoba koje su prekršile zakone vezane uz vrijednosnice ili slične financijske zakone, ili koje su imale krivične prijave u određenom vremenu prije predaje zahtjeva za izdavanje licence;
- Zahtjeve za čuvanje dokumenata;
- Jasne i detaljne zahtjeve u kojima se navodi što savjetnik obvezno treba objaviti svojim potencijalnim klijentima, uključujući: opis savjetnikovih obrazovanih kvalifikacija, relevantno iskustvo u industriji, informacije o kažnjavaju<sup>79</sup> (ukoliko takve postoje), investicijske strategije, strukturu naknada i ostalih troškova klijenta, moguće sukobe interesa, te prethodna uspješnost pri investiranju (ukoliko je bitna). Trebalo bi zahtijevati da se takve informacije ažuriraju redovito, odnosno u slučaju značajnijih izmjena;
- Pravila i postupke stvorene za sprječavanje jamčenja buduće investicijske učinkovitosti, zloupotrebe klijentove imovine i mogućih sukoba interesa;
- Inspekcijske ovlasti i ovlasti provođenja mjera.

Postoje investicijski savjetnici koji ne posluju u ime klijenta, ne čuvaju klijentovu imovinu, niti skrbe za nju, ne upravljaju portfeljem, već samo pružaju savjetodavne usluge, a ne i neke druge investicijske usluge. U tom slučaju može biti dovoljno da posrednici o čijim uslugama investicijski savjetnici savjetuju budu prikladno licencirani u skladu s gore navedenim načelima: stoga se ne mora strogo zahtijevati odvojeno licenciranje investicijskog savjetnika.

---

<sup>79</sup> Ova su pitanja posebno važna kada nema ulaznih kriterija na temelju obrazovanja, obuke ili iskustva.

### 13. Sekundarno tržište

#### 13.1. Načela za sekundarno tržište

**25** Uspostava sustava trgovanja uključujući i burze treba ovisiti o regulatornim ovlaštenjima i biti pod regulatornim nadzorom.

**26** Treba postojati tekući regulatorni nadzor burzi i sustava trgovanja koji bi morao očuvati cjelovitost trgovanja donošenjem poštenih i nepristranih pravila koja postižu ravnotežu između zahtjeva različitih sudionika na tržištu.

**27** Reguliranje treba promovirati transparentnost trgovanja.

**28** Reguliranje treba biti uspostavljeno na način da otkrije i spriječi manipulaciju i ostale nepoštene radnje pri trgovanju.

**29** Reguliranje treba osigurati ispravno upravljanje velikim izloženostima, uobičajenim rizikom i tržišnim poremećajima.

**30** Sustavi za prijeboj i namiru transakcija vrijednosnicama trebaju biti pod nadzorom regulatora, te izrađeni tako da budu poštenu, djelotvorni i učinkoviti, te da smanjuju sustavni rizik.

#### 13.2. Opseg ovog dijela

U ovom se dokumentu termin „tržišta“ mora shvatiti u najširem smislu, uključujući prostor i usluge važne za kapital i dužničke vrijednosne papire, opcije i izvedenice.

Osim tradicionalnih organiziranih tržišta kapitala, sekundarna tržišta trebaju se shvatiti kao ona koja uključuju razne vrste tržišnih sustava izvan burze. Ti sustavi uključuju elektronske „oglasne ploče“ i „vlasničke“ sustave koje su razvili posrednici nudeći svoje usluge drugim brokerima, bankama i institucionalnim investitorima koji ispunjavaju kreditne standarde tržišnog operatera.

Organizirana tržišta glavni su predmet pažnje regulative. Regulacija primjerena određenom sekundarnom tržištu ovisit će o prirodi tržišta i njegovim sudionicima.

Regulativa će sve više morati uzimati u obzir rastuću internacionalizaciju trgovanja i utjecaj tehnološkog razvoja na tržišta i njihovu infrastrukturu.

#### 13.3. Burze i sustavi trgovanja

Razina regulacije ovisi o značajkama tržišta, uključujući strukturu tržišta, sposobnost tržišnih sudionika te prava pristupa i vrste proizvoda kojima se trguje. U nekim je slučajevima prikladno da sustav trgovanja bude uglavnom izuzet iz izravne regulacije, no takvo nešto zahtijeva odobrenje od relevantnog regulatora nakon što on razmotri neophodnu vrstu spomenutog odobrenja (ili izuzeća).<sup>80</sup>

<sup>80</sup> Vidi općenito IOSCO Public Document No. 90, *Supervisory Framework for Markets* IOSCO Technical Committee, May 1999.

Uspostavljanje novih burzi ili sustava trgovanja zahtijeva primjereno odobrenje. U slučajevima kada je primjerena izravna regulacija, relevantna pitanja uključuju:<sup>81</sup>

- Stručnost operatera - regulacija mora ocjenjivati stručnost operatera trgovačkog sustava kao sekundarnog tržišta. Stručnost operatera je neprekidan zahtjev.
- Nadzor operatera - operater treba biti odgovaran regulatoru te se u slučaju preuzimanja rizika gubitka vrijednosti transakcije, rizika namirenja, rizika jamstva ili rizika poslovanja mora uskladiti s prudencijalnim i ostalim zahtjevima koji postoje radi smanjenja rizika nedovršenja transakcija.
- Uvrštenje proizvoda u trgovanje - minimalni uvjet trebao bi biti da regulator bude obaviješten o vrstama vrijednosnica i proizvoda kojima se trguje u sustavu trgovanja. Regulator treba odobriti pravila koja reguliraju trgovanje proizvodom. Primjerena izrada uvjeta vezanih uz proizvod smanjuje podložnost proizvoda zloupotrebi na tržištu, uključujući i manipulaciju. Analiza načina oblikovanja proizvoda i uvjeta trgovanja važan je aspekt u osiguranju poštenog, urednog, učinkovitog, transparentnog i likvidnog tržišta.<sup>82</sup>
- Ulaz sudionika u sustav trgovanja - regulator treba osigurati pošten i nepristran pristup sustavu ili burzi. Regulator mora nadgledati povezane ulazne uvjete i procedure.
- Pružanje informacija o trgovanju - regulator mora provjeriti imaju li svi srodni sudionici na tržištu jednak pristup informacijama o trgovanju. Svaka kategorizacija sudionika, s ciljem pristupa informacijama prije trgovanja, mora se obaviti na razumnoj osnovi. Svaki različit pristup informacijama ne smije na nepošten način dovesti određene kategorije sudionika u podređen položaj.
- Određivanje redoslijeda izvršavanja naloga - postupci određivanja redoslijeda izvršavanja naloga u sustavu moraju biti poznati regulatoru i sudionicima na tržištu. Moraju se pošteno primjenjivati i biti usklađeni s relevantnom regulativom vezanom uz vrijednosnice (na pr. davanje prednosti nekom klijentu ili zabrana *front runninga* ili trgovanja prije klijenata).
- Izvršavanje transakcija - pravila izvršavanja transakcija moraju biti poznata regulatoru i sudionicima na tržištu. Moraju se pošteno primjenjivati na sve sudionike.
- Izvještavanje i objavljivanje nakon trgovanja - informacije o završenim transakcijama moraju se na istom principu pružiti svim sudionicima. Potpuna dokumentacija i financijska evidencija također trebaju biti dostupni.

---

<sup>81</sup> Vidi IOSCO Public Document No. 42, Report on Issues in the Regulation of Cross-Border Proprietary Screen-Based Trading Systems, IOSCO Technical Committee, October 1994; IOSCO Public Document No. 6, Screen-Based Trading Systems for Derivative Products, June 1990; i IOSCO Public Document No. 111, Principles for the Oversight of Screen-Based Trading Systems for Derivatives Products - Reviews and Additions, October 2000. Vidi također IOSCO Public Document No. 83, Securities Activity on the Internet, IOSCO Technical Committee, September 1998 and IOSCO Public Document No. 120, Securities Activity on the Internet II, IOSCO Technical Committee, June 2001.

<sup>82</sup> Vidi također IOSCO Public Document No. 85, *The Application of the Tokyo Communiqué to Exchange-Traded Financial Derivatives Contracts*, IOSCO Technical Committee, September 1998. *See also* IOSCO Public Document No. 22, *Coordination Between Cash and Derivative Markets – Contract Design of Derivative Products on Stock Indices and Measures to Minimize Market Disruption*, IOSCO Technical Committee, October 1992. Vidi također IOSCO Public Document No. 143, *Indexation: Securities Indices and Index Derivatives*, IOSCO Technical Committee (February 2003) u vezi s nediverzificiranim indeksima.

- Operaterov nadzor sustava i sudionika u sustavu - regulator mora ocijeniti pouzdanost svih procesa nadgledanja i nadziranja sustava trgovanja i njegovih sudionika koje je izvršio operater, s namjerom osiguravanja poštenja, učinkovitosti, transparentnosti i zaštite ulagača, kao i usklađenosti s regulativom vezanom uz vrijednosnice. Operater sustava trgovanja mora upoznati regulatora s postupcima rješavanja sporova i žalbi, standardima svog tehničkog sustava i postupcima vezanim uz operativne propuste, informacijama o sustavu čuvanja informacija, izvještajima o sumnjama o kršenju zakona, postupcima za držanje klijentovih sredstava i vrijednosnica, te informacijama o prijeboju i namiri. Moraju biti uspostavljeni mehanizmi za prepoznavanje i postupanje s neispravnim uvjetima trgovanja te koji će osigurati sankcioniranje nedopuštenih postupaka čim oni budu zamijećeni.
- Poremećaji u trgovanju - regulatoru trebaju biti poznati detalji o postupcima u slučaju prestanka trgovanja<sup>83</sup> i ostalih ograničenja pri trgovanju te o pomoći u slučaju mogućih poremećaja u trgovanju na tržištu.

Pravila i postupci koji reguliraju ova pitanja moraju biti dostupni sudionicima na tržištu.

#### ***13.4. Tekući nadzor sustava i informacije o tržišnim procesima***

Regulator treba biti siguran kako relevantni uvjeti koji su bili neophodni kao preduvjeti za dobivanje odobrenja budu ispunjeni i tijekom obavljanja aktivnosti<sup>84</sup>.

Izmjene i dopune pravila sustava trgovanja dostavljaju se regulatoru ili ih on odobrava.

Odobrenje sustava trgovanja bit će preispitano ili će ga regulator oduzeti kada se utvrdi da sustav nije u mogućnosti uskladiti se s uvjetima odobrenja ili sa zakonom i regulativom vezanom uz vrijednosnice.

#### ***13.5. Transparentnost trgovanja<sup>85</sup>***

Transparentnost se može definirati kao mjera do koje se informacije o trgovanju (one vezane za razdoblja i prije i nakon trgovanja) javno objavljuju u stvarnom vremenu. Informacije prije trgovanja odnose se na objavu ponuda na prodaju i kupnju, kako na tržištima temeljenim na navođenju cijene tako i na onima baziranim na spajanju naloga, što je način da se omogući investitorima da s određenim stupnjem sigurnosti znaju mogu li i po kojim cijenama trgovati. Informacije nakon trgovanja vezane su uz cijene i obujam svih stvarno zaključenih individualnih transakcija.

Osiguranje pravovremenog pristupa informacijama ključ je regulacije sekundarnog trgovanja. Pravovremen pristup relevantnim informacijama o sekundarnom trgovanju omogućava investitorima da bolje štite svoje interese te da smanje rizik manipulativnih ili drugih nepoštenih radnji na tržištu.<sup>86</sup>

<sup>83</sup> Vidi IOSCO Public Document No. 138, Report on *Trading Halts and Market Closures*, IOSCO Technical Committee, October 2002.

<sup>84</sup> Vidi *općenito* IOSCO Public Document No. 90, *Supervisory Framework for Markets*, IOSCO Technical Committee, May 1999.

<sup>85</sup> Vidi IOSCO Public Document No. 27, *Transparency on Secondary Markets - A Synthesis of the IOSCO Debate*, IOSCO Technical Committee, December 1992 and IOSCO Public Document No. 124, *Transparency and Market Fragmentation*, November 2001.

Kada tržište dopušta određeno odstupanje od ciljeva transparentnosti informacija o stvarnom vremenu, potrebno je jasno definirati uvjete. Nadzorno tržišno tijelo (operatera burze ili/i regulator) mora u svakom takvom slučaju imati pristup potpunim informacijama kako bi bilo u mogućnosti procijeniti potrebu za odstupanjem te ukoliko je neophodno, predstaviti druge mogućnosti.

### **13.6. Zabrana manipuliranja i ostalih nepoštenih radnji pri trgovanju**

Regulacija trgovanja na sekundarnom tržištu treba zabraniti tržišno manipuliranje, radnje koje dovode u zabludu, trgovanje na temelju povlaštenih informacija te ostale prijevare ili obmanjujuće ponašanje koje može poremetiti sustav otkrivanja cijena, poremetiti cijene i na nepošten način dovesti investitore u podređeni položaj.<sup>87</sup>

Na takvo ponašanje može se utjecati izravnim nadzorom, inspekcijom, prijavom, utvrđivanjem uvjeta za proizvod, ograničenjem pozicija, pravilima za cijenu namire ili zaustavljanjem tržišta uz dodatak strogog provođenja zakona i pravila o trgovanju.<sup>88</sup>

Regulator mora osigurati postojanje mehanizama za stalno nadgledanje trgovanja. Ti bi mehanizmi trebali pokrenuti istrage kad god dođe do neobičnog ili potencijalno neprikladnog trgovanja.

Posebno se treba osigurati da regulacija može pokriti djelatnosti koje se odvijaju na više tržišta, primjerice aktivnosti u kojima se cijenom vrijednosnice manipulira s ciljem dobivanja koristi putem trgovanja opcijama, varantima ili drugim izvedenicama.

Kada se odnosnom (engl. underlying) imovinom trguje u državi različitoj od one u kojoj se trguje izvedenicom, ili kada se u dvije države trguje istim financijskim proizvodom, može doći do veće mogućnosti za prevaru ili manipulaciju s obzirom na teškoću regulatora u jednoj državi da neposredno nadzire tržišne aktivnosti ili da obavi potpuni nadzor tržišnih aktivnosti u drugoj državi. Mora postojati učinkovita razmjena informacija između relevantnih regulatornih tijela, dovoljna da osigura djelotvornu provedbu.<sup>89</sup>

### **13.7. Velike izloženosti, postupci u slučaju neplaćanja i tržišni poremećaji<sup>90</sup>**

Izraz „velika izloženost“ odnosi se na otvorenu poziciju koja je dovoljno velika da predstavlja rizik tržištu ili klirinškom društvu. Nadležna tržišna tijela moraju pažljivo nadgledati velike izloženosti i međusobno razmjenjivati informacije kako bi se omogućilo primjerena procjena rizika.

---

<sup>86</sup> *Vidi općenito* raspravu u Public Document No. 27 u odjeljcima 3 i 4 o sadržaju informacija.

<sup>87</sup> *Vidi* IOSCO Public Document No. 103, *Investigating and Prosecuting Market Manipulation*, IOSCO Technical Committee, May 2000; and IOSCO Public Document No. 145, *Insider Trading – How Jurisdictions Regulate It*, IOSCO Emerging Markets Committee, May 2003.

<sup>88</sup> *Vidi također* IOSCO Public Document No. 85, *The Application of the Tokyo Communiqué to Exchange-Traded Financial Derivatives Contracts*, IOSCO Technical Committee, September 1998.

<sup>89</sup> *Id. Vidi također* IOSCO Public Document No. 143, *Indexation: Securities Indices and Index Derivatives*, IOSCO Technical Committee, February 2003, pp.35-40.

<sup>90</sup> *Vidi općenito* IOSCO Public Document No. 138, *Report on Trading Halts and Market Closures*, IOSCO Technical Committee, October 2002; IOSCO Public Document No. 49, *Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures*, IOSCO Technical Committee, March 1996; IOSCO Public Document No. 22, *Coordination Between Cash and Derivative Markets - Contract Design of Derivative Products on Stock Indices and Measures to Minimize Market Disruption*, October 1992; and IOSCO Public Document No. 29, *Mechanisms to Enhance Open and Timely Communication Between Market Authorities of Related Cash and Derivative Markets During Periods of Market Disruption*, IOSCO Technical Committee, October 1993.

Nadležna tržišna tijela trebaju poticati mehanizme koji omogućuju razmjenu gore navedenih informacija kroz odgovarajuće kanale.

Razine djelovanja su kvalitativni ili kvantitativni kriteriji koji se koriste za prepoznavanje velike izloženosti. Nadležna tržišna tijela moraju definirati razine djelovanja primjerene svojim tržištima te neprekidno nadzirati veličine pozicija na tim tržištima. Kako bi mogle obavljati te nadzorne djelatnosti, nadležna tržišna tijela moraju imati pristup informacijama o veličini i stvarnom vlasništvu nad pozicijama direktnih klijenata ili članova tržišta. Nadležna tržišna tijela tada mogu primjereno djelovati, pa mogu primjerice zahtijevati od člana da smanji izloženost ili da poveća *margin* iznos.

Kada član tržišta ne pruža relevantne informacije nadležnom tržišnom tijelu, tijelo treba imati ovlasti poduzimanja odgovarajućih mjera kao što su nametanje ograničenja na buduće trgovanje člana, zahtijevanje likvidacije pozicija, povećanje *margin* iznosa, te oduzimanje trgovinskih povlaštenja.

Nadležna tržišna tijela moraju sudionicima na tržištu učiniti dostupnim relevantne informacije vezane uz postupke u slučaju neplaćanja.

Regulatori moraju osigurati da procedure u slučaju neplaćanja budu učinkovite i transparentne.

Nadležna tržišna tijela za povezane proizvode (gotovina ili izvedenice) se moraju međusobno što brže savjetovati kako bi minimizirali nepovoljne učinke poremećaja na tržištu. Informacije koje bi mogle biti potrebne uključuju planove za nepredviđene slučajeve, kontakt osobe i strukturalne mjere koje se tiču poremećaja na tržištu, te informacije o tržišnim uvjetima (kao što su aktivnosti koje poduzimaju nadležna tržišna tijela, cijene, aktivnosti trgovanja i agregirani tržišni podaci). O ovim se mjerama više govori u Odjeljku 12.

### **13.8. *Prijeboj i namira*<sup>91</sup>**

Sustavi prijeboja i namire su sustavi koji omogućuju postupak predstavljanja i razmjene podataka ili dokumenata s ciljem izračunavanja obveza sudionika u sustavu, omogućavanja namire tih obveza, te postupka prijenosa sredstava i/ili vrijednosnica. Pravila i operativni postupci koji reguliraju sustave prijeboja i namire moraju biti dostupni svim sudionicima na tržištu.

Treba biti uspostavljen direktan nadzor sustava prijeboja i namire i njihovih upravitelja.

### **13.9. *Reguliranje i standardi za sustave prijeboja i namire*<sup>92</sup>**

Regulatori institucija za prijeboj i namiru moraju zahtijevati okvir koji im omogućuje da osiguraju pouzdanost takvih sustava te da nadziru i ukoliko je to moguće, predvide i spriječe probleme vezane uz prijeboj i namiru. To uključuje i ovlasti regulatora da preinakom mehanizama sustava i uspostavljanjem operativnih standarda potakne učinkovitost i sigurnost. Regulatori moraju imati ovlasti izdavati upute kojih se institucije za prijeboj i namiru moraju pridržavati.

---

<sup>91</sup> *Vidi* IOSCO Resolution No. 13: Statement on Issues of Clearance and Settlement (T.C.), June 1989 and IOSCO Resolution No. 27: Resolution on Market Automation and its Implications for Regulatory Activity (P.C.), September 1989. *Vidi* također IOSCO Public Document No. 74, Towards a Legal Framework for Clearing and Settlement in Emerging Markets, IOSCO Emerging Markets Committee, November 1997.

<sup>92</sup> *Vidi općenito* IOSCO Public Document No. 123, *Recommendations for Securities Settlement Systems*, Joint Report of the IOSCO Technical Committee and the Committee on Payment and Settlement Systems of the Bank for International Settlements, November 2001.

Regulator treba redovito pregledavati i nadzirati funkcioniranje usluga za prijeboj i namiru. Od institucija za prijeboj i namiru treba se zahtijevati da izvještavaju regulatora, a ukoliko je potrebno, može se zahtijevati i da redovito dostavljaju posebne revizije i preglede.

### **13.10. Provjera trgovanja u sustavima prijeboja i namire**

Uvjeti za sustave prijeboja i namire moraju osigurati brzu potvrdu trgovine. Standard bi trebao biti potvrdu trgovine što više približiti stvarnom vremenu obavljanja transakcija. Dostupne trebaju biti i informacije koje bilježe transakcije, te one kojima se provjerava transakcija i koje pružaju osnovu za namiru. Potpuno automatizirane poveznice između sustava za trgovanje i sustava namire općenito pomažu u potvrdi trgovanja. Kada burze ili sustavi trgovanja ne omogućavaju takve poveznice, od sudionika se moraju zahtijevati procesi koji osiguravaju brzo i točno prenošenje podataka o transakciji sustavu za prijeboj.

### **13.11. Rizici u sustavima prijeboja i namire: „margining“, netiranje, kratka prodaja („short selling“) i posuđivanje vrijednosnica**

Moraju biti definirane procedure za neprestano prepoznavanje i nadziranje rizika. Regulatori tržišta vrijednosnica trebaju se usredotočiti ne samo za smanjene rizika već i za preuzimanje rizika i njegovo premještanje između sudionika.

Važno je da se stabilnost, financijsko zdravlje i djelatnosti sudionika u sustavu prijeboja i namire nadziru s ciljem minimiziranja rizika od neuspjeha individualnih sudionika i ukupnog rizika sustava. Uvijek moraju biti dostupne informacije o sposobnosti članova prijeboja da pravovremeno namire dugove, a postupci u slučajevima nepokriivanja dugova moraju biti jasni. „Margin“ iznosi (o kojima se raspravlja niže u tekstu) mogu se koristiti zajedno s drugim mehanizmima, a s ciljem upravljanja rizikom za sudionike na tržištu, klirinške kuće i burze. Kontrola rizika nadalje može uključivati: mehanizme za suspenziju trgovanja, limite za pozicije, limite za cijene, prekide trgovanja, adekvatnost kapitala, sustave upravljanja rizicima, operativne standarde, limite posuđivanja, pokrivenost osiguranjem, sigurnosne (back-up) sustave i garancijske fondove.<sup>93</sup>

Kratko vrijeme namire smanjuje rizik učesnika. T+3 je standardni vremenski okvir namire koji za tržište kapitala predlaže Group of Thirty. Mora postojati sustav isporuka po plaćanju u kojem se prijenos vlasništva događa u istom vremenu kada i plaćanje. Takvi sustavi smanjuju rizik da sudionik drugoj stranci dostavi punu vrijednost, a ne dobije ništa zauzvrat. Takvi sustavi omogućuju da se vlasništvo ne prenese u slučaju neizvršenja plaćanja.

Centralizirani depozitorij ili registar vrijednosnica povezan s mjestom funkcioniranja sustava prijeboja i namire pruža čvrstu osnovu za siguran i učinkovit sustav prijeboja i namire. S vremenom bi države trebale dematerijalizirati vrijednosnice ili imobilizirati vrijednosnice u reguliranim depozitorijima ili registrima.

Sustav prijeboja izvedenica mora biti simetričan kako bi se izbjegao rizik likvidnosti. Isplate i uplate moraju se izvršavati istovremeno.

---

<sup>93</sup> Regulator treba zahtijevati dostatno testiranje osjetljivosti upravljanja rizicima te sigurnosnih (back-up) sustava.

### **13.11.1 „Margining“<sup>94</sup>**

„Margin call“ (poziv klijentu da podmiri pad vrijednosti portfelja) može igrati važnu ulogu, zajedno s drugim jamstvima, u očuvanju financijske sigurnosti i integriteta tržišta. „Margin“ iznosi moraju biti definirani tako da dostatna sredstva budu dostupna za pokriće mogućih izloženosti trgovanja. Adekvatnost tih iznosa mora se povremeno preispitati.

„Margin“ razine i procedure moraju biti kreirani na način da smanje izloženost sudionika na tržištu, uključujući i klirinšku kuću, od kreditnih, tržišnih i drugih rizika, posebno rizika neizvršenja plaćanja od strane sudionika na tržištu kao rezultata kretanja cijena u pojedinim instrumentima i promjena u tržišnoj volatilnosti.

„Margin“ troškovi moraju se promatrati u svjetlu koristi od smanjenja rizika. Primjerice, posljedica visokih „margin“ razina može biti smanjenje utjecaja financijske poluge vezanog uz određene financijske instrumente te povećanje troškova trgovanja koje može utjecati na ekonomsku korisnost određenih proizvoda.

Potrebno je razmotriti i „cross-margining“ i korištenje širokog niza prilično likvidnog kolaterala. U cilju pokrivanja volatilnosti trgovanja izvedenicama, vrednovanje po trenutnoj tržišnoj vrijednosti i dnevne namire te „margining“ često se koriste i potrebno ih je poticati.

### **13.11.2. Netiranje**

U ovom kontekstu netiranje se odnosi na smanjenje u količini obrade ili stupnjeva izloženosti u sustavu namire, postignuto izravnavanjem međusobnih dugovanja i potraživanja sudionika te time ostavljajući manju neto obavezu. Netiranje obnavljanjem i bruto namirom u stvarnom vremenu učinkoviti su mehanizmi namire. Regulator i sudionici na tržištu trebaju proučiti tržišne opsege i sudjelovanje kako bi utvrdili koji je mehanizam odgovarajući za njihovo tržište.<sup>95</sup>

### **13.11.3. Kratka prodaja (prodaja vrijednosnog papira kojim prodavatelj ne raspolaže u trenutku prodaje) i posuđivanje vrijednosnica**

Kratka prodaja u nekim se državama smatra korisnim mehanizmom koji potpomaže likvidnost.<sup>96</sup> Kada je kratka prodaja dopuštena, regulacija mora voditi računa o manipulaciji, uključujući i one postupke povezane sa značajnom kratkom pozicijom. U nekim državama to uključuje kombinaciju dopuštenog posuđivanja vrijednosnica i ograničavanja kratke prodaje na likvidne dionice. Objava informacija o kratkoj prodaji i posuđivanju vrijednosnica (ili barem njihovo prijavljivanje regulatoru) alat je za daljnje smanjenje rizika.

---

<sup>94</sup> Vidi IOSCO Public Document No. 50, Report on Margin, IOSCO Technical Committee, March 1996 i IOSCO Public Document No. 22, Coordination Between Cash and Derivative Markets – Contract Design of Derivative Products on Stock Indices and Measures to Minimize Market Disruption, October 1992 za raspravu o postavljanju granice osiguranja, izračunu, prikupljanju i nadgledanju; standardima; posebnim uvjetima; efikasnoj komunikaciji i granicama na više polja.

<sup>95</sup> Obnavljanje mora biti učinkovito po pitanju nesolventnosti ukoliko mu je svrha doprinijeti upravljanju rizicima.

<sup>96</sup> Kratka prodaja je neophodan dio trgovine na tržištu unaprijednih i opcijskih ugovora. Vidi općenito IOSCO Public Document No. 96, *Securities Lending Transactions: Market Development and Implications*, Joint Report by the IOSCO Technical Committee and the Committee on Payment and Settlement Systems of the Bank for International Settlements, July 1999.

**Popis IOSCO-vih rezolucija<sup>97</sup>**  
(kronološki poredak)

1. April 1983: *Resolution on the Regulation of Securities Markets* (P.C.)
2. July 1986: *Resolution on Factors in Capital Markets Development* (P.C.)
3. July 1986: *Resolution on the Privatization of State-Owned Companies* (P.C.)
4. July 1986: *Resolutions on the Integration of Financial Activities Within Multi-Functional Bodies* (2) (P.C.)
5. November 1986: *Resolution Concerning Mutual Assistance* (E.C.)
6. July 1987: *Statement on the Creation of the Technical Committee of IOSCO* (T.C.)
7. September 1987: *Resolution on Modification and Simplification of the Prospectus* (P.C.)
8. September 1987: *Resolution on Conversion of the Foreign Debt Into Securities* (P.C.)
9. September 1987: *Resolution on Cooperation in Matters of Surveillance and Enforcement* (P.C.)
10. September 1987: *Resolution on Development and Access of Markets* (P.C.)
11. October 1988: *Statement of Support for the International Accounting Standards Committee Initiative* (T.C.)
12. November 1988: *Resolutions on Harmonization of Accounting and Auditing Standards* (2) (P.C.)
13. June 1989: *Statement on Issues of Clearance and Settlement* (T.C.)
14. June 1989: *Resolution on Cooperation* (E.C.)
15. September 1989: *Resolution on International Harmonization of Securities and Derivatives Markets* (P.C.)
16. September 1989: *Resolution on Rules of Ethics of Intermediaries* (P.C.)
17. September 1989: *Resolution on Market Automation and its Implications for Regulatory Activity* (P.C.)
18. September 1989: *Resolution on Capital Adequacy Standards* (P.C.)
19. September 1989: *Resolution on International Equity Offers* (P.C.)
20. November 1990: *Resolution on Information Sharing Between SROs* (SRO C. C.)
21. November 1990: *Resolution on Principles for the Oversight of Screen-Based Trading Systems for Derivative Products* (P.C.)
22. November 1990: *Resolution on International Conduct of Business Principles* (P.C.)
23. September 1991: *Resolution on Principles for Memoranda of Understanding* (P.C.)
24. October 1992: *Resolution on Principles for the Supervision of Financial Conglomerates* (P.C.)
25. October 1992: *Resolution on the Endorsement of International Auditing Standards* (P.C.)

---

<sup>97</sup> "P.C." znači IOSCO President's Committee. "T.C." je IOSCO Technical Committee. "E.C." znači the IOSCO Emerging Markets Committee. "SRO C. C." znači SRO Consultative Committee.

26. October 1992: *Resolution on Money Laundering* (P.C.)
27. October 1992: *Resolution on Clearing and Settlement* (P.C.)
28. October 1993: *Resolution on Transnational Securities and Futures Fraud* (P.C.)
29. October 1993: *Resolution on Coordination Between Cash and Derivatives Markets* (P.C.)
30. October 1993: *Resolution Concerning Accounting Standard IAS 7* (P.C.)
31. October 1994: *Resolution on Commitment to Basic IOSCO Principles of High Regulatory Standards and Mutual Cooperation and Assistance* (P.C.)
32. July 1995: *Joint IOSCO - IASC Statement on the Development of International Accounting Standards* (T.C.)
33. July 1995: *Resolution Concerning Cross-Border Transactions* (P.C.)
34. March 1996: *Recommendation on the Recognition of Bilateral Netting Agreements in the Calculation of Capital Requirements for Securities Firms* (T.C.)
35. September 1996: *Resolution on Enforcement Powers of a Securities and Futures Supervisory Agency* (E.M.C.)
36. September 1996: *Resolution on Providing Certainty of the Enforceability of Netting Arrangements for Over-the-Counter Derivatives Transactions* (P.C.)
37. February 1997: *Resolution on Enforcement Powers* (T.C.)
38. May 1997: *Statement on Year 2000* (T.C.)
39. November 1997: *Resolution on Enforcement Powers* (P.C.)
40. November 1997: *Resolution on Principles for Record Keeping, Collection of Information, Enforcement Powers and Mutual Cooperation to Improve the Enforcement of Securities and Futures Laws* (P.C.)
41. September 1998: *Resolution on IOSCO Adoption of the Objectives and Principles of Securities Regulation* (P.C.)
42. September 1998: *Resolution on IOSCO Endorsement of Disclosure Standards to Facilitate Cross-Border Offerings and Listings by Multinational Issuers* (P.C.)
43. May 1999: *Resolution on the Relocation of the IOSCO General Secretariat to Madrid* (P.C.)
44. May 2000: *Resolution on IASC Standards* (P.C.)
45. May 2002: *Resolution on Delinquents* (P.C.)
46. May 2002: *Resolution on the IOSCO MOU* (P.C.)
47. May 2002: *Resolution on Corporate Governance* (E.C.)

## Javni IOSCO-vi dokumenti

### 1989.

1. *International Equity Offers - Summary of Report*, Report of the Technical Committee, September 1989
2. *Capital Adequacy Standards for Securities Firms*, Report of the Technical Committee, September 1989

### 1990.

3. *Compliance Information Collection and Data Reporting Compendium and Chart*, Report of the Technical Committee, June 1990
4. *Principles for the Oversight of Screen-Based Trading Systems*, Report of the Technical Committee, June 1990
5. *Regulation of Derivative Markets, Products and Financial Intermediaries – Collated Summary of Responses to Common Framework Analysis and Cross Regulatory Summary Chart*, Report of the Technical Committee, June 1990
6. *Screen-Based Trading Systems for Derivative Products*, Report of the Technical Committee, June 1990
7. *Clearing and Settlement*, Report of the Technical Committee, July, 1990
8. *International Conduct of Business Principles*, Report of the Technical Committee, July, 1990
9. *The Role of Securities Commissions*, Report of the Development Committee (now called the Emerging Markets Committee), September 1990
10. *International Equity Offers - Changes in Regulation Since June 1989*, Report of the Technical Committee, October 1990
11. *Market Automation and its Implications for Regulatory Activities*, Report of the Development Committee (now called the Emerging Markets Committee), October 9, 1990
12. *International Accounting and Auditing Standards*, Report of the Technical Committee, November 1990
13. *Stimulation of the Development of Emerging Securities Markets*, Report of the Development Committee (now called the Emerging Markets Committee), November 1990
14. *Capital Requirements for Multinational Securities Firms*, Report of the Technical Committee, November, 1990

### 1991.

15. *Comparative Analysis of Disclosure Regimes*, Report of the Technical Committee, September 1991
16. *International Equity Offers - Changes in Regulation Since April 1990*, Report of the Technical Committee, September 1991
17. *Principles of Memoranda of Understanding*, Report of the Technical Committee, September 1991
18. *Report on the Resolution on Principles for the Oversight of Screen-Based Trading Systems for Derivative Products*, Report of the Secretary General, September 1991

### 1992.

19. *Report on Stimulation Policies for Securities Market Development*, Report of the Development Committee (now called the Emerging Markets Committee), 1992
20. *International Equity Offers - Changes in Regulation Since April 1991*, Report of the Technical Committee, September 1992
21. *Clearing and Settlement in Emerging Markets - A Blueprint*, Report of the Development Committee (now called the Emerging Markets Committee), October 1992
22. *Coordination Between Cash and Derivative Markets - Contract Design of Derivative Products on Stock Indices and Measures to Minimize Market Disruption*, Report of the Technical Committee, October 1992
23. *Principles for the Supervision of Financial Conglomerates*, Report of the Technical Committee, October 1992

24. *Report on Disclosure Requirements*, Report of the Development Committee (now called the Emerging Markets Committee), October 1992
25. *Report on Incentives for Market Development*, Report of the Development Committee (now called the Emerging Markets Committee), October 1992
26. *Report on Money Laundering*, Report of the Technical Committee, October 1992
27. *Transparency on Secondary Markets: A Synthesis of the IOSCO Debate*, Report of the Technical Committee, December 1992

**1993.**

28. *Clearance and Settlement in the Markets of the Members of the Technical Committee - Implementation of the Group of Thirty Recommendations*, Report of the General Secretariat, May 1993
29. *Mechanisms to Enhance Open and Timely Communication Between Market Authorities of Related Cash and Derivative Markets During Periods of Market Disruption*, Report of the Technical Committee, October 1993
30. *Protecting the Small Investor: Combating Transnational Retail Securities and Futures Fraud*, Report of the Technical Committee, October 1993
31. *Regulation of Derivative Markets, Products and Financial Intermediaries – Collated Summary of Responses to Common Framework of Analysis and Cross Regulatory Summary Chart*, Report of the Technical Committee, October 1993
32. *Report on Disclosure*, Report of the Development Committee (now called the Emerging Markets Committee), October 25, 1993
33. *Report on Internationalization*, Report of the Development Committee (now called the Emerging Markets Committee), October 1993
34. *Report on Privatization*, Report of the Development Committee (now called the Emerging Markets Committee), October 1993

**1994.**

35. *Operational and Financial Risk Management Control Mechanisms for Over-the-Counter Derivatives Activities of Regulated Securities Firms*, Report of the Technical Committee, July 1994
36. *Clearance and Settlement in the Markets of the Members of the Technical Committee - Implementation of the Group of Thirty Recommendations*, Report of the General Secretariat, September 1994
37. *Report on Derivatives*, Report of the Development Committee (now called the Emerging Markets Committee) Task Force, September 1994
38. *International Equity Offers - Changes in Regulation Since April 1992*, Report of the Technical Committee, October 1994
39. *Report on Disclosure and Accounting*, Report of the Technical Committee, October 1994
40. *Report on Investment Management - Principles for the Regulation of Collective Investment Schemes and Explanatory Memorandum*, Report of the Technical Committee, October 1994
41. *Report on Issues Raised for Securities and Futures Regulators by Under-Regulated and Uncooperative Jurisdictions*, Report of the Technical Committee, October 1994
42. *Report on Issues in the Regulation of Cross-Border Proprietary Screen-Based Trading Systems*, Report of the Technical Committee, October 1994

**1995.**

43. *Framework for Supervisory Information About the Derivatives Activities of Banks and Securities Firms*, Joint Report of the Technical Committee and of the Basle Committee on Banking Supervision, May 1995
44. *Clearance and Settlement in the Markets of the Members of the Technical Committee - Implementation of the Group of Thirty Recommendations*, Report of the General Secretariat, July 1995
45. *Report on Investment Management*, Report of the Technical Committee, July 1995
46. *The Implications for Securities Regulators of the Increased Use of Value at Risk Models by Securities Firms*, Report of the Technical Committee, July 1995
47. *The Supervision of Financial Conglomerates*, Report of the Tripartite Group of Bank, Securities and Insurance Regulators with a Preface by IOSCO, the Basle Committee and the IAIS, July 1995

48. *Public Disclosure of the Trading and Derivatives Activities of Banks and Securities Firms*, Joint Report by the Technical Committee and by the Basle Committee on Banking Supervision, November 1995 **1996.**
49. *Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures*, Report of the Technical Committee, March 1996
50. *Report on Margin*, Report of the Technical Committee, March 1996
51. *Response of the Basle Committee on Banking Supervision and of the International Organization of Securities Commissions to the Request of the G-7 Heads of Government at the June 1995 Halifax Summit*, May 1996
52. *Discussion Paper on International Cooperation in Relation to Cross-Border Activity of Collective Investment Schemes*, Report of the Technical Committee, June 1996
53. *Legal and Regulatory Framework for Exchange Traded Derivatives*, Report of the Emerging Markets Committee, June 1996
54. *Regulatory Cooperation in Emergencies - A Discussion Paper*, Report of the Technical Committee, June 1996
55. *Measures Available on a Cross-Border Basis to Protect Interests and Assets of Defrauded Investors*, Report of the Technical Committee, July 1996
56. *Report on the Implementation of IOSCO Resolutions*, Report of the General Secretariat, July 1996
57. *Client Asset Protection*, Report of the Technical Committee, August 1996
58. *Collective Investment Schemes in Emerging Markets*, Report of the Emerging Markets Committee, September 1996
59. *Disclosure of Risk - A Discussion Paper*, Report of the Technical Committee, September 1996
60. *Guidance on Custody Arrangements for Collective Investment Schemes - A Discussion Paper*, Report of the Technical Committee, September 1996
61. *International Equity Offers - Changes in Regulation Since April 1994*, Report of the Technical Committee, September 1996
62. *Reporting of Material Events in Emerging Markets*, Report of the Emerging Markets Committee, September 1996
63. *Report on the Improvement of Cooperation and Coordination in the Surveillance of Securities and Futures Transactions*, Report of the General Secretariat, September 1996
64. *Survey of Disclosures About Trading and Derivatives Activities of Banks and Securities Firms*, Joint Report by the Basle Committee on Banking Supervision and by the Technical Committee, November 1996
65. *Report on the International Regulation of Derivative Markets, Products and Financial Intermediaries*, Report of the IOSCO General Secretariat, December 1996
- 1997.**
66. *Disclosure Framework for Securities Settlement Systems*, Joint Report by the Committee on Payment and Settlement Systems and by the Technical Committee, February 1997
67. *Comparative Paper on Capital Adequacy Standards*, Report of the Emerging Markets Committee, May 1997
68. *Short Selling and Securities Lending: Issues for Consideration*, Discussion Paper by the Emerging Markets Committee, May 1997
69. *Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes*, Report of the Technical Committee, September 1997
70. *Report on Enforcement Issues Raised by the Increasing Use of Electronic Networks in the Securities and Futures Field*, Report of the Technical Committee, September 1997
71. *International Equity Offers - Changes in Regulation Since April 1996*, Report of the Technical Committee, September 1997
72. *Directory of Information - Authorisation of Collective Investment Schemes (CIS) and Related Services*, Report of the Technical Committee, October 1997

73. *Financial Risk Management in Emerging Markets - Final Report*, Report of the Emerging Markets Committee, November 1997
74. *Towards a Legal Framework for Clearing and Settlement in Emerging Markets*, Report of the Emerging Markets Committee, November 1997
75. *Comparative Report on the Requirement of Adjustment for Inflation of the Emerging Markets' Financial Statements*, Report of the Emerging Markets Committee, November 1997
76. *Report on the Self-Evaluation Conducted by IOSCO Members Pursuant to the 1994 IOSCO Resolution on "Commitment to Basic IOSCO Principles of High Regulatory Standards and Mutual Cooperation and Assistance"*, Report of IOSCO, November 1997
- 1998.**
77. *Methodologies for Determining Minimum Capital Standards for Internationally Active Securities Firms Which Permit the Use of Models Under Prescribed Conditions*, Report of the Technical Committee, May 1998
78. *Risk Management and Control Guidance for Securities Firms and their Supervisors*, Report of the Technical Committee, May 1998
79. *Framework for Supervisory Information About Derivatives and Trading Activities*, Joint Report of the Technical Committee and the Basle Committee on Banking Supervision, May 1998
80. *Causes, Effects And Regulatory Implications Of Financial and Economic Turbulence in Emerging Markets - Interim Report*, Report of the Emerging Markets Committee, September 1998
81. *International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers*, Report of IOSCO, September 1998
82. *Objectives and Principles of Securities Regulation*, Report of IOSCO, September 1998
83. *Securities Activity on the Internet*, Report of the Technical Committee, September 1998
84. *Report on the Implementation of IOSCO Resolutions*, Report of the General Secretariat, Update for September 1998
85. *The Application of the Tokyo Communiqué to Exchange-Traded Financial Derivatives Contracts*, Report of the Technical Committee, September 1998
86. *Guidance on Information Sharing*, Report by the Technical Committee, March 1998. (The Technical Committee approved this report in November 1997 and authorized its public release in March 1998.)
87. *Trading and Derivatives Disclosures of Banks and Securities Firms: Results of the Survey of 1997 Disclosures*, Joint Report of the Technical Committee and the Basle Committee on Banking Supervision, November 1998
- 1999.**
88. *Supervision of Financial Conglomerates*, Joint Forum on Financial Conglomerates, February 1999
89. *Recognising a Firm's Internal Market Risk Model for the Purposes of Calculating Required Regulatory Capital: Guidance to Supervisors*, Report of the Technical Committee, May 1999
90. *Supervisory Framework for Markets*, Report of the Technical Committee, May 1999
91. *Regulatory Approaches to the Valuation and Pricing of Collective Investment Schemes*, Report of the Technical Committee, May 1999
92. *CIS Unit Pricing*, Report of the Emerging Markets Committee, May 1999
93. *A Comparison Between the Technical Committee Report and the Emerging Markets Committee Report on Valuation and Pricing of Collective Investment Schemes*, Joint Report of the Technical Committee and the Emerging Markets Committee, May 1999
94. *The Influence of Market Makers in the Creation of Liquidity*, Report of the Emerging Markets Committee, May 1999
95. *Measures to Disseminate Stock Property*, Report of the Emerging Markets Committee, May 1999
96. *Securities lending transactions: Market Development and Implications*, Joint Report of the Technical Committee and the Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS), July 1999
97. *Recommendations for Public Disclosure of Trading and Derivatives Activities of Banks and Securities Firms*, Joint Report of the Technical Committee of IOSCO and the Basel Committee on Banking Supervision, October 1999

98. *Hedge Funds and Other Highly Leveraged Institutions*, Report of the Technical Committee of IOSCO, November 1999
99. *Causes, Effects and Regulatory Implications of Financial and Economic Turbulence in Emerging Markets*, Report of the Emerging Markets Committee of IOSCO, November 1999
100. *Trading and Derivatives Disclosures of Banks and Securities Firms - Results of the Survey of Public Disclosures in 1998 Annual Reports*, Joint Report by the Technical Committee of IOSCO and the Basel Committee on Banking Supervision, December 1999
101. *Intra-Group Transactions and Exposures Principles*, Report of the Joint Forum on Financial Conglomerates, December 1999
102. *Risk Concentration Principles*, Report of the Joint Forum on Financial Conglomerates, December 1999
- 2000.**
103. *Investigating and Prosecuting Market Manipulation*, Report of the Technical Committee, May 2000
104. *Bulletin on Investor Protection in the New Economy*, Report of the Technical Committee, May 2000
105. *The Management of Credit Risks by Securities Firms and Recommendations to Firms and Regulators*, Report of the Technical Committee, May 2000
106. *Report on Implementation of International Disclosure Standards*, Report of the Technical Committee, May 2000
107. *Summary of Responses to the Questionnaire on Principles and Best Practice Standards on Infrastructure for Decision Making for CIS Operators*, Report by the Technical Committee, May 2000
108. *Conflicts of Interests of CIS Operators*, Report of the Technical Committee, May 2000
109. *IASC Standards - Assessment Report*, Report of the Technical Committee, May 2000
110. *Model for Effective Self-Regulation*, Report of the SRO Consultative Committee, May 2000
111. *Principles for the Oversight of Screen-Based Trading Systems for Derivatives Products - Review and Additions*, Report of the Technical Committee, October 2000
112. *Discussion Paper on Stock Exchange Demutualization*, Consultation Draft of the Technical Committee, December 2000
113. *Delegation of Functions*, Report of the Technical Committee, December 2000
114. *Performance Presentation Standards for Collective Investment Schemes*, Report of the Emerging Markets Committee, December 2000
- 2001.**
115. *Recommendations for Securities Settlement Systems*, Consultative Report of the Technical Committee of IOSCO and from the Committee on Payment and Settlement Systems of the Bank for International Settlements, January 2001
116. *Multidisciplinary Working Group on Enhanced Disclosure*, Joint Report of the Basel Committee on Banking Supervision, the Committee on the Global Financial System of the G-10 Central Banks, the International Association of Insurance Supervisors, and the International Organization of Securities Commissions, April 2001
117. *Discussion Paper on the Role of Investor Education in the Effective Regulation of CIS and CIS Operators*, Report of the Technical Committee, March 2001
118. *Adapting IOSCO International Disclosure Standards for Shelf Registration Systems*, Report of the Technical Committee, March 2001
119. *Issues Paper on Exchange Demutualization*, Report of the Technical Committee, June 2001
120. *Report on Securities Activity on the Internet II*, Report of the Technical Committee, June 2001
121. *Core Principles - Cross-Sectoral Comparison*, Report of the Joint Forum on Financial Conglomerates, November 2001
122. *Risk Management Practices and Regulatory Capital - Cross-Sectoral Comparison*, Report of the Joint Forum on Financial Conglomerates, November 2001
123. *Recommendations for Securities Settlement Systems*, Joint Report of the Technical Committee of IOSCO and the Committee on Payment and Settlement Systems of the Bank for International Settlements, November 2001

124. *Transparency and Market Fragmentation*, Report of the Technical Committee of IOSCO, November 2001
125. *IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, IOSCO (Up-dated with references to work done by IOSCO since September 1998), February 2002
126. *IOSCO Multilateral MOU*, IOSCO Report, May 2002
127. *The Development of Corporate Bond Markets in Emerging Market Countries*, Report of the Emerging Markets Committee of IOSCO, May 2002
128. *Sound Practices for the Management of Liquidity Risk at Securities Firms*, Report of the Technical Committee of IOSCO, June 2002
129. *Collective Investment Schemes as Shareholders: Responsibilities and Disclosure*, (Consultation Document – Comments sought before 30 September 2002), Report of the Technical Committee of IOSCO, July 2002
130. *Performance Presentation Standards for Collective Investment Schemes*, (Consultation Document – Comments sought before 30 September 2002), Report of the Technical Committee of IOSCO, July 2002
131. *Investor Disclosure and Informed Decisions: Use of Simplified Prospectuses by Collective Investment Schemes*, Report of the Technical Committee of IOSCO, July 2002
132. *Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities*, Statement of the Technical Committee of IOSCO, October 2002
133. *Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring an Auditor's Independence*, Statement of the Technical Committee of IOSCO, October 2002
134. *Principles for Auditor Oversight*, Statement of the Technical Committee of IOSCO, October 2002
135. *Suspending Redemptions: A Case-Study from 11 September 2001 and General Principles*, Statement of the Technical Committee of IOSCO, November 2002
136. *Investment Management: Areas of Regulatory Concern and Risk Assessment Methods*, Statement of the Technical Committee of IOSCO, November 2002
137. *Investment Management Risk Assessment: Management Culture and Effectiveness*, Statement of the Technical Committee of IOSCO, November 2002
138. *Report on Trading Halts and Market Closures*, Statement of the Technical Committee of IOSCO, November 2002
139. *Assessment methodology for "Recommendations for Securities Settlement Systems,"* Report of the Committee on Payment and Settlement Systems and the Technical Committee of IOSCO, November 2002
140. *Investor Education*, Report of the Emerging Markets Committee of IOSCO, January 2003
141. *General Principles Regarding Disclosure of Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations*, Report of the Technical Committee of IOSCO, February 2003
142. *Regulatory and Investor Protection Issues Arising from the Participation by Retail Investors in (Funds-of) Hedge Funds*, Report of the Technical Committee of IOSCO, February 2003
143. *Indexation: Securities Indices and Index Derivatives*, Report of the Technical Committee of IOSCO, February 2003
144. *Performance Presentation Standards For Collective Investment Schemes: Best Practice Standards*, Report of the Technical Committee of IOSCO, Consultation Document, February 2003
145. *Insider Trading - How Jurisdictions Regulate It*, Report of the Emerging Markets Committee of IOSCO, May 2003

## Pravni okvir

Učinkovit nadzor tržišta vrijednosnica ovisi o odgovarajućem pravnom okviru. Pitanja koja je potrebno regulirati nacionalnim zakonima unutar države uključuju:

### (1) Zakon o trgovačkim društvima

- 1.1. osnivanje društva
- 1.2. dužnosti upravitelja i dužnosnika
- 1.3. regulativa ponuda za preuzimanje i ostalih transakcija kojima se uzrokuju promjene u upravljanju
- 1.4. zakoni koji reguliraju izdavanje i ponude za prodaju vrijednosnica
- 1.5. objava informacija dioničarima kako bi im se omogućilo donošenje utemeljenih odluka
- 1.6. objava informacija o većim skupinama dionica koje u društvu drži jedna osoba

### (2) Trgovački zakon/Ugovorno pravo

- 2.1. privatno ugovorno pravo
- 2.2. olakšavanje posuđivanja vrijednosnica i hipotekarna pitanja
- 2.3. vlasnička prava, uključujući prava vezana uz vrijednosnice, te pravila koja uređuju prijenos tih prava

### (3) Porezni zakoni

- 3.1. jasnoća i dosljednost, uključujući, ali ne samo, postupanje s ulaganjima i ulagačkim proizvodima

### (4) Zakon o stečaju i nelikvidnosti

- 4.1. prava dioničara pri gašenju društva
- 4.2. prava klijenta u slučaju nesolventnosti posrednika
- 4.3. netiranje

### (5) Zakon o konkurentnosti

- 5.1. sprječavanje nekonkurentnog ponašanja
- 5.2. sprječavanje nepoštenih zapreka za ulazak
- 5.3. sprječavanja zloupotrebe dominantne tržišne pozicije

### (6) Bankarski zakon

### (7) Sustav rješavanja sporova

- 7.1. pošten i učinkovit sudski sustav (uključujući i druge mogućnosti arbitraže ili druge mehanizme rješavanja sporova)
- 7.2. provodivost sudskih odluka i arbitražnih mjera, uključujući i strane odluke i mjere.

Original dokumenta na engleskom jeziku dostupan je pristupom sljedećoj poveznici:  
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>