

*Мр Милош Јанковић,
Савезна комисија за хартије од вредности
и финансијско тржиште, Београд*

Хармонизација регулативе тржишта хартија од вредности

1. Уводне напомене

Маркетизација и глобализација светске привреде довели су до далекосежних промена тржишта хартија од вредности која се налазе у динамичком процесу развоја и у активној интеракцији са процесима реалне економске активности. Данас се, у ствари, може говорити о једном - глобалном тј. светском тржишту хартија од вредности, у коме национална тржишта хартија од вредности представљају само секторе глобалног тржишта, који међусобно конкуришу. Домаће тржиште хартија од вредности, након деценије функционисања у условима затворене економије, неминовно улази у кореспонденцију са процесима развоја светског финансијског тржишта, што захтева и хармонизацију прописа.

У средишту наших разматрања су актуелне тенденције глобалног тржишта хартија од вредности и питања његове регулације. Савремени трендови овог тржишта су изузетно динамични, сложени, међусобно повезани и условљени процесима финансијске дерегулације, технолошких и финансијских иновација које су створиле дубока, високоликвидна и интегрисана тржишта. То захтева посебну пажњу регулатора тржишта како би се створили услови за стабилност и ефикасност тржишта хартија од вредности.

Што се СР Југославије тиче, досадашњи нормативно - правни оквир (системски закони из 1989., 1994., 1995. године и пратећа регулатива Савезне комисије за хартије од вредности и финансијско тржиште) био је довољан за функционисање

и материјално - економски развој домаћег тржишта хартија од вредности (у погледу врсте и обима финансијских инструмената).

Данас убрзани развој и адекватну регулацију тржишта хартија од вредности треба посматрати из перспективе изазова (могућности и опасности) савременог светског тржишта, историјског развоја и потребе за брзим развојем и хармонизацијом закона националног тржишта хартија од вредности. При томе се полази од вишеструког значаја и места тржишта хартија од вредности у економском развоју и у финансијском систему земље, за развој инвестиционог банкарства, одржавање интегритета тога тржишта и његових (стarih и нових) учесника, као и улози регулатора тржишта хартија од вредности и сарадње у области регулације, посебно међународне. У том смислу посебан значај имају међународно прихваћени циљеви, принципи и стандарди регулације тржишта хартија од вредности.

Треба имати у виду да наше тржиште хартија од вредности, према нормативно - правној и институционалној структури, као и пословно - финансијским операцијама, спада у групу тзв. плитких, младих или тржишта у настајању (*emerging market*). То је од значаја како за укључивање нашег тржишта у глобално финансијско тржиште односно међународну финансијску заједницу тако и за проналажење адекватних и флексибилних регулаторних структура. Ради се истовремено и о интересу бројних и разноврсних учесника на тржишту хартија од вредности - грађана, предузећа, банака, берзи, берзанских посредника и других професионалних учесника и, коначно, државе.

2. Глобално тржиште - глобална регулација

Тржишта хартија од вредности су само у последњих тридесетак година доживела огромне промене - убрзани развој, буре, вртлоге и кризе, које се попут пожара шире из једног у други крај света. Готово свакодневно рађају се нови облици финансијских инструмената и финансијских институција, усавршава информациона технологија и телекомуникациони системи, руше баријере националних тржишта услед продора мултинационалних компанија. Тако свет савременог глобалног тржишта хартија од вредности постаје, с једне стране, моћна, корисна, задивљујућа и чаробна, а с друге стране динамична и турбулентна област привреде и финансија, са инхерентним опасностима и претњама, посебно по слабије учеснике.

2.1. Трансформациони трендови глобалног тржишта

Најизраженији *фактори* и *тенденције* развоја савремених тржишта хартија од вредности, као и изазови њихове регулације везани су за следеће силе и карактеристике:

1. Снажан процес *глобализације* који значи повезивање (интегрисање) националних тржишта хартија од вредности у једно, *интернационално* (међународ-

но) тржиште. Све више постоји једно глобално тржиште, а то је цео свет, са више водећих центара. Национална тржишта хартија од вредности постају просто саставни делови светског тржишта хартија од вредности, носећи, у извесном смислу, другостепени карактер. Основу светског тржишта хартија од вредности чине хартије од вредности транснационалних компанија, тако да национални капитал прелази границе земаља, а инвеститори из било које земље имају могућност улагања у хартије од вредности, којима се тргује у другим земљама света. Глобализација тржишта хартија од вредности је локомотива глобализације светске економије, кретања светске трговине, страних инвестиција и трансфера технологије, при чему компаније које делују у целом свету мењају своју мултинационалност у транснационалност, одвајајући се све више од своје "домовине", ради доминације у укупним економско - финансијским токовима света. На тај процес (који добија убрзање - попут лавине) утицале су, у првом реду, ниске баријере за улазак на национална тржишта хартија од вредности и развој информационе технологије - примене и развоја електронске трговине хартијама од вредности. Обим светских годишњих финансијских трансакција, које данас надмашују вредности реалних токова, као и трка мултинационалних компанија за брзом зарадом, уз раст шпекулативних трансакција, представљају велику могућност, али и потенцијалну опасност, посебно за настајућа тржишта хартија од вредности. Промене на светском тржишту хартија од вредности у последњој деценији прошлог века показују две значајне тенденције: с једне стране, високу *концентрацију* капитала у малом броју најразвијенијих земаља, тако да учешће тзв. Велике петорке (САД, Јапан, Немачка, Велика Британија и Француска) у укупним светском тржишту хартија од вредности износи око 75% (саме САД око 40%) и с друге стране изузетно брз раст тржишта хартија од вредности земаља у развоју Азије и Латинске Америке, које су за непуну деценију достигле квантитативне и квалитативне показатеље развијених европских тржишта. *Неконтролисано брз развој* и бум ових настајућих тржишта плаћен је високом нестабилношћу и кризама њихових тржишта хартија од вредности.

2. *Компјутеризација* и драматична брзина *информационо - технолошких промена* данас су омогућили *континуелност* трговања финансијским инструментима не само у редовном радном времену за трговање широм света, већ и преко Интернета, тако да се може рећи да се трговина хартијама од вредности обавља непрекидно 24 сата дневно у новом систему светског електронског тржишта. Тај технолошки напредак довео је и до појаве нових учесника на тржишту хартија од вредности - тзв. електронских брокера и дилера који снажно конкуришу традиционалним учесницима - банкама и берзанским посредницима. Тржиште хартија од вредности у савременој форми и обиму не може се ни замислити без компјутеризације, која је основа његовог данашњег функционисања и даљег иновативног развоја. Та технолошка револуција последњих деценија, која брзо мења системе за трговање и обрачуна на тржишту хартија од вредности, можда је у овој области неупоредиво значајнија него у другим областима човеко-

вог живота и рада. На тај начин учесницима на тржиштима хартија од вредности се нуди већи број могућности за прикупљање или пласирање слободних финансијских средстава у целом (шароликом у погледу ризика) свету, и то повезивање скоро брзином светлости - у секунди - што захтева високу институционализацију, регулацију, стандардизацију и надзор. Континуелност трговања и финансијска либерализација, уколико није праћена адекватном регулацијом, убрзава, у условима великих турбуленција, преношење пожара кризе светског финансијског тржишта кроз целину тога тржишта, као што су показали примери (и лекције) скорашњих криза у земљама са изузетно брзим развојем финансијског тржишта (Мексичка 1994., Азијска 1997., Руска 1998., Бразилска 1999. године)²¹. Да би се спречила рањивост нових тржишта, неопходно је креирање адекватних одбрамбених механизма, односно превентивне и селективне заштите тржишта хартија од вредности, јер се ове кризе "заразно" преносе како са финансијског на реални сектор, тако и из једне у другу земљу света. Отуда је данас присутан осећај и оцена како регулатора, тако и учесника тржишта хартија од вредности, да сам појам »регулација« губи изворно значење, јер некадашњи регулатор "пас чувар финансијског тржишта" све више постаје »безуби тигар«, тако да више ниједан тржишни учесник није »под пуном контролом«.

3. Перманентне иновације финансијских производа (*инструментација*), *система трговања и инфраструктуре* тржишта, процеси *секјуритизације* (трансформација штедње и кредита у хартије од вредности)³² и друге иновације као резултат јачања *конкуренције* између финансијских институција (промењене улоге) банака, осигуравајућих друштава, берзанских и других финансијских небанкарских институција (домаћих и страних, регулисаних и нерегулисаних). Ради се о процесу *дерегулације* и брисања граница (чувени "Велики прасак" 1986. године у Великој Британији) које су некада одвајале један финансијски сектор од другог, односно избору модела - улоге финансијског тржишта и банака у финансијском систему земље, као и избор модела и конкуренције берзанског и ванберзанског (ОПЦ) тржишта које се све више шири. Брзина, предузимљивост, иновативност, цена услуге и ефикасност у склопу тзв. револуције финансијских услуга све више фаворизују институционалне инвеститоре и финансијско тржиште у односу на класичну банкарску индустрију, која је принуђена да се убрзано мења и прилагођава тржишним захтевима, како би опстала на тржишту, чувајући своју базу комитената, иновирајући и развијајући нове производе тзв. унакрсне продаје под једним кровом (финансијски супермаркети - штедња, кредити, хартије од вредности, осигурање, некретнине и др.) рационалишући своје пословање, приступајући мега интеграцијама и примењујући међународне стандарде. Смањење банкарског кредитирања (а тиме делом и креирања новца) доприноси неинфла-

1. Комплексну анализу ових финансијских (валутних) криза дао је проф.др Милутин Ђировић у својој новој књизи "*Девизни курсеви*", Београд: Бриџ Компани, 2000.
2. О суштини и карактеристикама секјуритизације опширније мр Милош Јанковић, "Развој система хипотекарног кредитирања", *Југословенско банкарство*, бр. 7-8/2000.

торном финансирању привреде и усмеравању штедње у инвестиције директно преко хартија од вредности, а не преко банака (генерацију штедиша замењује генерација инвеститора). С друге стране, у условима глобализације тржишта, иновирају се и могућности манипулативне праксе, посебно у трговини финансијским инструментима путем Интернета, о чему је морала да поведе рачуна и конференција регулаторних органа националних тржишта хартија од вредности, окупљених у оквиру Међународне организације комисија за хартије од вредности (IOSCO), одржана у Сиднеју маја 2000. године⁴³).

4. Наведени трансформациони процеси глобалног тржишта хартија од вредности, које је у сталном покрету, императивно захтевају не само потребу *међународне координације* у регулацији тржишта, већ и *највиши степен регулације* тржишта хартија од вредности у односу на тржишта роба и услуга, између осталог, због инхерентног високог ризика улагања, асиметричности информација (професионални учесници увек располажу са више информација од инвеститора у хартије од вредности) и специфичности хартија од вредности у односу на робу (која се може разгледати, »опипати« и бирати). Ово укључује и потребу за глобализацијом регулације тј. *хармонизацијом* и стандардизацијом (принципи IOSCO) тржишта хартија од вредности, као и међународне стандарде *ревизије*. Циљ је да се "раскорак" између регулативе и тржишта стално смањује, брисањем регулаторних дуплирања и превазилажењем регулаторних празнина. То се постиже нормативно - правном регулативом, самосталношћу, оперативном структуром и технологијом рада регулатора, али пре свега свешћу о неопходности, значају и ефикасности регулације на почетку новог века. Реч је о новој филозофији рада регулатора која треба да обезбеди ефикасност и финансијску стабилност полазећи од динамичности промена и развоја глобалног тржишта хартија од вредности, кроз *активну комуникацију и константну размену информација између регулатора и тржиштина* - уместо некадашње позиције тумача прописа и административног контролора односно само репресивног органа на тржишту, сада регулатива све више користи економске инструменте. Уместо квантитативних ограничења и забрана користе се квалитативни механизми управљања ризиком и тржишном дисциплином. Регулатор мора да чува свој кредибилитет, да стално буде за "корак испред" догађаја на тржишту, антиципирајући промене - на бази специјалистичких знања, пуне транспарентности - и уважавања значаја ревизорских извештаја, растуће улоге рејтинг агенција за учеснике на тржишту хартија од вредности и др. - истовремено дајући праве одговоре, тежећи остваривању адекватног баланса између прописа и тржишне дисциплине, регулације и слободне конкуренције на тржишту, односно *појединачних* интереса учесника на тржишту и *општијег* интереса које имају регулаторна заједница, односно економија и

3. Овој 25.годишњој конференцији IOSCO присуствовала је и југословенска делегација, коју је предводио председник Савезне комисије за хартије од вредности и финансијско тржиште - аутор овог текста. Следећа 26. годишња конференција IOSCO биће одржана од 27-29 јуна у Стокхолму са темом "Тржишта хартија од вредности у информационој ери".

друштво као целина. У том смислу се укупна регулација на тржишту хартија од вредности схвата као комбинација државне регулације, саморегулације професионалних учесника на тржишту и друштвене регулације (јавно мњење). Другим речима, учесници тржишта хартија од вредности обезбеђују своју унутрашњу регулацију (социјалним нормативним документима и правилима рада), док спољна регулација значи "подчињавање" рада тих учесника државном утицају (закони, институције и др.) и утицају међународних стандарда и уговора.

5. Савремене тенденције и изазови, несавршеност тржишних механизма, самих по себи, као и велика улога и значај тржишта хартија од вредности за друштвено-економски развој сваке земље, објашњавају нужности глобалне регулације у тзв. Новој економији. Та питања су постала предмет сталне пажње и бриге националних регулатора, али и Међународне организације комисија за хартије од вредности (IOSCO), као наднационалне међународне асоцијације регулације, са 165 чланова, која све више шири своје активности мимо информационо - консултационог центра, афирмишући регулаторне моделе, кодексе и стандарде најбоље праксе. Овде се не ради о успостављању централизованог светског регулатора, већ о јачању активне сарадње на глобалном тржишту хартија од вредности. Ради се о савременим процесима регулације (јуроденцијална регулација – ограничење превисоких ризика критеријумима адекватности капитала, ликвидности, солвентности и сл. – и ситруктурална регулација – према садржају активности институција на финансијском тржишту), циљевима регулације (поверење и ред на тржишту и услови за рад свих учесника, заштита инвеститора од превара и манипулације, интегритет тржишта, транспарентност и поштено трговање и смањење системског ризика), као и бројним принципима и методама регулације многобројних и разнородних учесника на тржишту хартија од вредности. Регулатори тржишта хартија од вредности, дакле, не могу бити "слободни стрелци", већ морају водити рачуна о другим циљевима економске политике. Достигнути обим и значај савремених тржишта хартија од вредности у друштвеној репродукцији (повећање стопе економског раста, запослености, животног стандарда и др) захтева изузетан степен организованости, за коју директну заинтересованост имају сви учесници тржишта, као и жестоку регулацију и контролу државе – најглавнијег учесника тога тржишта, са становишта поверења, привлачења капитала и заштите интереса инвеститора.

6. Истакнути трендови и карактеристике развоја светског тржишта хартија од вредности су међусобно дијалектички повезани и носе инхерентне ризике не само по основу неконтролисаног продора шпекулативног капитала, него и ширења последица системског ризика - односно, домино-ефекта и ризика општег пада цена хартија од вредности и слома међународног финансијског тржишта, пораста интеграција и алијанси између учесника на тржишту и драматичног повећања коришћења Интернета у финансијским услугама. У том контексту национална тржишта хартија од вредности земаља у транзицији морају пажљиво одмерити и начин приватизације (као савремене тенденције у свету и наше

нужности) и интеграције у светско тржиште, обим заштите националног економског суверенитета и рационално стимулисање домаћег финансијског тржишта у циљу активирања потенцијала националне акумулације. СР Југославија је утолико у сложенијем положају, након деценије блокада, санкција и економске изолације.

2.2. Глобална регулација - међународни циљеви, принципи и стандарди

Целину регулаторног система тржишта хартија од вредности (у најразвијенијим државама света, па и СРЈ) чине два основна нивоа регулације: *државна регулација* – пре свега, преко специјализоване Комисије, као основног регулатора, заједно са Министарством финансија и Централном банком, као и Парламентом (који доноси законе) - и *саморегулација* (добровољно пословно удружење берзанских посредника и берзе – са својим аутономим правилима рада која обавезују њихове чланове). Прерасподела регулаторних надлежности (од државне ка саморегулативи) и избор адекватног модела регулације зависи од достигнутог степена развоја тржишта хартија од вредности и »зрелости« његових учесника, односно оспособљености да креирају правила односно разрађују обавезна правила и стандарде трговине и пословања, припреме и едукације стручних кадрова, контроле рада својих чланова, информационо-технолошког развоја и дијалога са Комисијом. Познато је нпр. да су САД још од 1933. године акценат ставиле на улогу државне регулације, док је Велика Британија традиционално регулацију остваривала претежно путем самоконтролних организација – асоцијација професионалних учесника тржишта и берзи. Детаљнија истраживања аутора у погледу страних искустава регулације, везаних за специфичности националних регулаторних система - као резултат историјских, културних, економских, финансијских и других услова развоја, излазе из оквира разматрања овог рада, обзиром да се концентришемо на портретирање места, улоге и оперативних процедура наше Савезне комисије за хартије од вредности и финансијско тржиште, са предлогом одговарајућих праваца промена њеног положаја у нормативно - правном (законском) погледу, а у духу међународних принципа регулације.

Разни аутори наводе различите циљеве и принципе регулације финансијских тржишта, а ми се опредељујемо, полазећи од потребе уједначавања правила трговања, регулативе и надзора националних тржишта хартија од вредности, за оне које је *Међународна организација комисија за хартије од вредности (IOSCO)* крајем 1998. године у Најробију утврдила као *Циљеве и принципе регулативе тржишта хартија од вредности* на којима треба да се заснивају како национална законодавства у области тржишта хартија од вредности, тако и улога регулаторних органа. Ради се о 3 основна циља регулације и 30 принципа регулације сврстаних у 8 група, које због актуелности хармонизације наших прописа из ове области наводимо још једном у целости, и то:

Основни *циљеви* регулације тржишта хартија од вредности су:

1. Заштита инвеститора,
2. Обезбеђење поштеног, ефикасног и транспарентног тржишта,
3. Смањење системског ризика

Основни *принципи* регулације тржишта хартија од вредности су

I група Принципи који се односе на *регулаторни орган*

1. Одговорности регулаторног органа треба да буду јасно и објективно изнесене.
2. Регулаторни орган треба да буде у оперативном смислу самосталан и одговорно да врши своје функције и овлашћења.
3. Регулаторни орган треба да има адекватна овлашћења, сопствена средства и да буде способан за обављање својих функција и спровођење овлашћења.
4. Регулаторни орган треба да усвоји јасне и конзистентне регулаторне процесе.
5. Запослени у регулаторном органу треба да се придржавају највиших професионалних стандарда, укључујући и одговарајуће стандарде поверљивости.

II група Принципи *саморегулативе*

6. Регулаторни режим треба на адекватан начин да користи Саморегулаторне организације (СРО) које су одговорне за одређени директни надзор у подручјима своје надлежности, у мери која одговара величини и сложености тржишта.

7. СРО треба да буду предмет надзора регулаторног органа и треба да се придржавају стандарда поштености и поверљивости приликом *извршавања овлашћења и задатих одговорности*.

III група Принципи за *спровођење* регулативе за хартије од вредности

8. Регулаторни орган треба да има опсежна овлашћења за преглед, истраживање и надзор.

9. Регулаторни орган треба да има велика овлашћења у погледу спровођења регулативе.

10. Регулаторни систем треба да обезбеди ефективно и уверљиво спровођење овлашћења за преглед, истраживање, надзор и спровођење регулативе и реализацију ефективног програма за поштовање стандарда.

IV група Принципи за *сарадњу* на пољу регулативе

11. Регулаторни орган треба да има овлашћење за размену и јавних и не - јавних информација са домаћим и иностраним партнерима.

12. Регулаторни орган треба да успостави механизме за размену информација који утврђују време и начин на који ће он размењивати информације са својим домаћим и иностраним партнерима.

13. Регулаторни систем треба да обезбеди пружање помоћи иностраним регулаторним органима којима је потребан увид у обављање њихових функција и вршење њихових овлашћења.

V група Принципи за *емисионије*

14. Мора да постоји потпуно, благовремено и тачно обелодањивање финансијских резултата и других података који су од материјалне важности за одлуке инвеститора.

15. Власнике хартија у компанији треба третирати на поштен и праведан начин.

16. Рачуноводствени и стандарди ревизије треба да буду високог и међународно прихватљивог квалитета.

VI група Принципи за колективне инвестиционе шеме

17. Регулаторни систем треба да утврди стандарде за давање дозвола онима и регулисање оних који желе да тргују или да раде са колективним инвестиционим шемама.

18. Регулаторни систем треба да обезбеди правила која утврђују правну форму и структуру колективних инвестиционих шема и одвајање и заштиту средстава клијената.

19. Регулатива треба да захтева обелодањивање, онако како је утврђено принципима за емитенте, што је потребно за оцену подобности колективне инвестиционе шеме за конкретног инвеститора и за вредност инвеститоровог учешћа у тој шеми.

20. Регулатива треба да обезбеди да постоји одговарајућа и обелодањена база за процену вредности средстава и за одређивање цене и откупа јединица у колективној инвестиционој шеми.

VII група Принципи за тржишне посреднике

21. Регулатива треба да обезбеди минималне приступне стандарде за тржишне посреднике.

22. Треба да постоје иницијални и стални капитал и други пруденцијални услови за тржишне посреднике који су одраз ризика у које улазе посредници.

23. Од тржишних посредника треба захтевати да се придржавају стандарда за интерну организацију и оперативно понашање, чији је циљ заштита клијената, обезбеђивање адекватног управљања ризиком, а под чијим управљањем посредник прихвата примарну одговорност за ова питања.

24. Треба да постоје процедуре за решавање пропуста тржишног посредника да би се смањили штета и губитак по инвестиоре и обуздао системски ризик.

VIII група Принципи за секундарно тржиште

25. Успостављање система трговања, укључујући и берзе хартија од вредности, треба да буде предмет регулаторних овлашћења и надзора.

26. Треба да постоји стални регулаторни надзор над берзама и системима трговања, који треба да има за циљ да обезбеди одржавање интегритета трговања кроз поштена и правична правила која успостављају одговарајућу равнотежу између захтева различитих учесника на тржишту.

27. Регулатива треба да промовише транспарентност трговања.

28. Регулатива треба да буде конципирана за откривање и спречавање манипулација и других непоштених пракси трговања.

29. Регулација треба да има за циљ обезбеђивање адекватног регулисања великих изложености, ризика од тоталне доцње у извршавању обавеза и поремећаја на тржишту.

30. Системи за клиринг и салдирање трансакција са хартијама од вредности треба да буду предмет регулаторног надзора и да буду конципирани тако да обезбеђују своју поштеност, ефикасност и ефикасност и да смањују системски ризик.

Као што се види, IOSCO придаје посебан значај рачуноводственим и ревизорским стандардима и сарадњи са IASC (Комитетом за међународне рачуноводствене стандарде). На конференцији у Сиднеју IOSCO је одобрила 30 (од 38 стандарда IASC) *међународних рачуноводствених стандарда* за примену на тржишту хартија од вредности у целом свету. То је интерес и наше земље, посебно када се очекују страни инвеститори, како би се подигао квалитет финансијског извештавања у целом свету и олакшале међународне понуде и листинзи хартија од вредности.

Савезна комисија за хартије од вредности и финансијско тржиште, у оквиру својих међународних активности је присуствовала годишњим конференцијама IOSCO у својству посматрача, а крајем 2000. године донела је одлуку о подношењу захтева за пријем у стално чланство IOSCO. Поред тога Комисија остварује билатералну сарадњу са регулаторним органима других земаља у циљу размене искустава у области регулисања пословања хартијама од вредности.

3. Тржиште хартија од вредности СР Југославије

3.1. Економско - финансијски развој и законодавно - правна инфраструктура

Историјски посматрано, развој тржишта хартија од вредности у нашој земљи траје од пре готово век и по, уз полувековни дисконтинуитет у развоју, изазван развојем новог специфичног (социјалистичког) модела друштвено-економског система, након Другог светског рата.

Друштвено-економске промене, започете у нашој земљи 90-их година XX века у правцу развоја тржишне економије, пре других земаља у транзицији, довеле су до институционалног формирања и развоја изузетно важне сфере тржишне економије, као што је тржиште хартија од вредности, са његовим учесницима (емитенти, инвеститори, професионални посредници, инфраструктурне организације тржишта) и Савезном комисијом за хартије од вредности и финансијско тржиште као специјализованим регулатором тога тржишта (чији јубилеј *десетогодишњице* је управо обележен у 2000. години).

У овом раду се не даје комплексна анализа развоја нашег тржишта хартија од вредности, већ се само указује на неке тенденције и резултате, као основ нове регулације и развоја.

Тржиште хартија од вредности (као специфичне робе), паралелно са тржиштем банкарских кредита на финансијском тржишту, у овом периоду показало је низ предности у погледу мобилизације средстава: од рокова (краткорочних - комерцијални записи и др., дугорочних - дугорочне обвезнице, па чак и бесповратно бесплатно коришћење средстава - емисијом акција), преко каматних стопа у складу са оствареним профитом, до могућности учешћа у управљању или мањем опорезивању инвеститора - власника хартија од вредности већој ефикасности у измиривању обавеза из хартија у односу на банкарске кредите и др.

С друге стране, тржиште хартија од вредности је у почетним годинама испољило *успорен темпо раста и осетљивости* у условима јаке затворености и изолације домаћег у односу на међународно тржиште капитала. Може се оценити да је у претходном периоду наше тржиште хартија од вредности показало своју виталност, односно не само прележало "дечје болести", већ је остварило развој, иако под сталним притиском санкција, укључујући и ратна разарања. Најважнија је чињеница да се од оснивања тржишта хартија од вредности у континуитету (чак и под НАТО бомбама, када се свуда у свету затварају берзе) вршила трансферна и алокативна функција тржишта, са његовим основним финансијским инструментима. Промет на тржишту хартија од вредности (пре свега краткорочних) био је континуелан и растао је из године у годину. У основи остварени су следећи резултати:

Прво, на подручју *емисије* хартија од вредности, само у периоду од 1995. године, емитован је значајан износ дугорочних финансијских инструмената - акција (1,8 милијарде ДЕМ), као и хартија деноминираних у страниој валути (1,2 милијарди ДЕМ), а емитоване су и краткорочне хартије од вредности у износу од преко 10,5 милијарди ДЕМ.

Друго, на подручју *институционалне тржишне структуре* основане су две берзе - Београдска берза а.д. Београд и Монтенегро берза а.д. Подгорица, на тржишту послују 62 берзанска посредника и шест банака има дозволу за пословање на финансијској берзи.

Основне две групе фактора снажно су утицале, а утицаће и у наредном периоду, на карактер нашег тржишта хартија од вредности:

Прво, *макроекономски и финансијски услови, и*

Друго, *законодавна, правна и институционална инфраструктура.*

Задатак државе је, дакле, био и остао да се створи ефективна и стабилна правна и економска основа за понуду и тражњу, емисију и промет на тржишту хартија од вредности, као конкурентском формом са тржиштем традиционалног банкарског кредита, изграђујући *мешовити модел* финансијског тржишта (са банкама и берзанским посредницима).

Институционална инфраструктура, пратећи економски развој, обезбедила је основне елементе за функционисање тржишта хартија од вредности - берзанске посреднике за операције са хартијама од вредности и потенцијалним клијентима, информационо-техничке системе и технологије за берзанско и ванберзанско

ко трговање, финансијско-одиторске и консултанске функције и субјекте, док се на депозитарној инфраструктури тржишта, инвестиционим фондовима и другим институцијама, одвијао интензиван рад током 2000. године у државно-експертском смислу и ускоро се очекује финални рад и усвајање одговарајућих прописа.

Законодавна инфраструктура, као најважнији елемент инфраструктуре тржишта хартија од вредности, треба да дефинитивно обезбеди позицију самосталности и одговорности Савезне комисије за хартије од вредности у складу са међународном праксом (IOSCO, ЕУ и др.) и да даље учврсти место и улогу саморегулаторних структура (берзе и удружење берзи и берзанских посредника) у циљу унапређења и регулације технологије рада и стандарда са хартијама од вредности. На пројектима нових Закона о тржишту хартија од вредности и Закона о инвестиционим фондовима, као и (под)законској регулативи краткорочних хартија од вредности и тржишта новца, централног регистра и др. интензивно су радили (током 2000. године) међуресорски стручни тимови Савезног министарства за финансије, Народне банке Југославије и Савезне Комисије за хартије од вредности и финансијско тржиште.⁵⁴⁾

Правна инфраструктура треба да обезбеди брзо и праведно решавање спорова између учесника тржишта хартија од вредности у правцу заштите права својине, максималне јавности и доступности информација о тржишту хартија од вредности и операцијама са хартијама од вредности у формирању цена и смањењу ризика, заштите од несавесних инвеститора и лажних информација, нечасних радњи посредника и инсајдера, као и системске заштите од финансијског краха посредника односно инвеститора, сузбијање потенцијалних монопола и неефикасног развоја.

У наредној етапи развоја, са отварањем наше земље према свету, очекује се даљи - интензивнији - развој тржишта хартија од вредности, како у нормативно-правном, тако и у економско-финансијском смислу, што укључује контролу над државним финансијама кроз балансираност буџета, односно реструктурирање дуга на тржишту државних хартија од вредности - без државних хартија нема убрзаног развоја тржишта хартија од вредности - показало је искуство свих земаља, посебно у транзицији - финансијско оздрављење, односно убрзану својинску трансформацију и докапитализацију учесника тржишта хартија од вредности - емитената, инвеститора и посредника, уз укључивање што ширег круга физичких и правних лица (резидената и нерезидената) и, коначно, укључивање нашег тржишта у међународно тржиште капитала.

4. Детаљнија информација у Билтену Савезне комисије за хартије од вредности и финансијско тржиште, Београд, 6/2000., стр.14

3.2. Савезна комисија за хартије од вредности и финансијско тржиште - институција и колективни орган

Савезна комисија за хартије од вредности и финансијско тржиште основана је 16. фебруара 1990. године као државна *институција* односно регулаторни орган на финансијском тржишту СР Југославије са циљем регулације, надзора и управљања финансијског тржишта. Комисија је савезна организација ван састава министарстава са статусом правног лица, чији су положај и надлежности утврђени посебном Уредбом о Савезној комисији за хартије од вредности и финансијско тржиште, као и Уредбом о Савезној влади, а на основу Устава СРЈ, Закона о хартијама од вредности и Закона о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима. Положај и надлежности наше Комисије утврђени су уредбом Владе, а не *законом који доноси Парламент*, као што је то данас случај у осталим земљама света, где је завршен процес формирања националних регулаторних органа. Реч је о *регулаторној* (а не управној) институцији *sui-generis*, која има ону улогу на тржишту капитала, коју централна банка (Народна банка Југославије) има на тржишту новца. Са становишта обезбеђивања веће улоге, самосталности и независности Комисије у наредном периоду, ово посебно треба имати у виду приликом доношења наших нових закона из области хартија од вредности, ако се жели хармонизација нашег са најмодернијим светским законодавством.

Комисију, као колегијални орган, чине председник и четири члана које поставља Савезна влада из реда стручњака у области монетарног, привредног и финансијског система на период од 5 година. Комисија има секретара кога, на предлог председника, поставља Савезна влада. Комисија, као колегијални орган, одлучује о питањима из своје надлежности на седницама. Комисија одлучује непристрасно и објективно, већином гласова присутних чланова. Комисијом руководи и заступа је Председник Комисије.

За обављање стручних, административних и материјално-финансијских послова формирана је стручна служба Комисије (са неколико десетина радних места - док нпр. у САД Комисија запошљава више хиљада - преко 3.000 људи) која припрема предлоге одлука, ставова и мишљења за одлучивање на седницама Комисије.

Организациона структура Комисије дефинисана је Статутом, који потврђује Савезна влада.

Комисија је непрофитна организација која се финансира из накнада, чију висину утврђује Савезна влада.

Надлежности и оперативне процедуре Савезне комисије за хартије од вредности и финансијско тржиште утврђене су наведеним законима, као и Правилником о обезбеђивању услова за функционисање финансијског тржишта. Према тим прописима, Комисија остварује *процес* регулације, који укључује регулацију *емисионе* активности на тржишту хартија од вредности, регулацију пословања *професионалних учесника* на тржишту хартија од вредности, контролу и

санкције доношење аутономне регулативе, сарадње са иностраним комисијама, обуку и афирмацију специјалиста тржишта хартија од вредности, и то:

1. Емисиона активност:

- давањем одобрења за емисију акција, дугорочних хартија од вредности и хартија од вредности које гласе на страну валуту, од стране банака, осигуравајућих друштава, других финансијских организација и привредних друштава;
- давањем одобрења за објављивање јавног позива за упис и куповину акција код сукцесивног (постепеног) оснивања акционарског друштва;
- давањем одобрења за куповину акција којима купац стиче 25% и веће учешће у основном капиталу акционарског друштва;

2. Давање дозвола за рад берзи и берзанских посредника, као и сагласности на њихова акција; статусне промене, измене, односно допуне аката, на правилник берзи о котацији ефеката, одлуке о именовану директора берзи и берзанских посредника и на одлуке о тарифи берзанских посредника.

3. Контрола и надзор у трговању:

- контролом пословања правних лица са акцијама, дугорочним хартијама од вредности и хартијама од вредности које гласе на страну валуту;
- контролом берзи и берзанских посредника који послују са акцијама и дугорочним хартијама од вредности;
- предузимањем и предлагањем мера за спречавање недозвољених шпекулативних послова у вези са трговином хартијама од вредности;
- старањем о заштити права и интереса купаца - инвеститора у пословима емисије и трговине хартијама од вредности.

4. Вођење регистара везаних за тржиште краткорочних хартија од вредности и тржиште капитала; регистар решења о издатим одобрењима и регистар о одбијеним захтевима за емисије дугорочних хартија од вредности, регистар одобрења за објављивање јавног позива за упис и куповину акција код сукцесивног (постепеног) оснивања акционарског друштва, регистар одобрења којима купац стиче 25% и веће учешће у основном капиталу акционарског друштва, регистар берзи и регистар берзанских посредника којима је Комисија дала дозволу за рад, регистар краткорочних хартија од вредности, регистар успешности емисија акција и регистар брокера који су положили стручни испит.

5. Вођење евиденција од значаја за заштиту права инвеститора у акције: о куповини акција којима купац стиче учешће у основном капиталу акционарског друштва, евиденције емисија акција при сумултаном (истовременом) оснивању акционарског друштва, у поступку својинске трансформације, при статусним променама емитента, по основу расподеле из остварене добити акционарског друштва, емисијама дугорочних хартија од вредности емитованих од стране савезне државе и република чланица, евиденције о емитованим акцијама по основу спајања и припајања и по основу уситњавања и укрупњавања.

6. Пројисивање и даља доградња правила - аутономне регулативе Комисије - трговања хартијама од вредности којима се ствара оквир за заштиту пра-

ва и интереса инвеститора у пословима емисије и трговине хартијама од вредности путем утврђивања *мишљења и ставова* о свим питањима функционисања финансијског тржишта која су отварају у пракси.

7. *Утврђивање програма* за полагање стручног испита за стицање *звања брокера*.

8. *Учешћивање у раду међународних организација* из области емисије и трговине хартијама од вредности, као и за друге послове одређене савезним законима.

3.3. Како данас хармонизовати регулативу ?

Даљи свестрани развој националног тржишта хартија од вредности захтева модернизацију и хармонизацију домаћег законодавства у више аспеката. Прво, са напред наведеним међународним принципима регулације *IOSCO*. Друго, изградња савременог тржишта хартија од вредности, по угледу на упоредну праксу развијених земаља (посебно ЕУ), мада треба подвући да не постоји централни европски регулаторни орган при *Европској унији*, нити обавезујући стандарди регулације, већ само уједначавање тих питања на нивоу ЕУ, уз специфичности по појединим од 15 држава ЕУ. Треће, треба рећи да су *САД* са 50 својих држава донеле одговарајући закон о тржишту хартија од вредности после Велике економске кризе који није битније мењан пуних седам деценија (али уз велика овлашћења Комисије), док наша земља у само једној деценији функционисања тржишта хартија од вредности доноси трећи закон. Четврто, релевантна је упоредна регулатива *земаља у транзицији*, укључујући и *земље бивше СФРЈ* које су стартовале, у развоју овог тржишта као и *СРЈ* (посебно значајна искуства Словеније). Пето (и коначно), хармонизација прописа *није унификација* прописа, просто, јер *не постоји у свету један модел* или огледни примерак закона, који земље могу да користе. Напротив постоји *потреба хармонизације уз слободу избора модела* регулације, у зависности од разлика у *привредном, правном, финансијском, друштвеном и историјском развоју земље*.

1. *Закон о тржишту хартија од вредности* треба да хармонизује, у првом реду, питања емисије и промета дугорочних хартија од вредности, а посебно:

- снажнију (законску) позицију и веће надлежности Комисије за хартије од вредности, као самосталног и независног врховног регулатора (јер има моћ да ствара прописе), који има улогу на тржишту капитала, попут ингеренција Народне банке Југославије на тржишту новца – »оснивач« Комисије (законом) савезна држава (Скупштина), а не Савезна влада (уредбом), избор чланова Комисије од стране Парламента, а не Владе, веће надлежности регулације, контроле и надзора према постојећим и новим институцијама тржишта хартија од вредности (брокери, берзе, банке и осигуравајућа друштва, централни регистар, инвестициони фондови и друге организације, домаће и стране), снажнија овлашћења у вођењу поступака и примени санкција према онима који се налазе унутар поља деловања Комисије, модификовани и нови извори финансирања како би се

обезбедио свестрани развој Комисије као сталног и самосталног правног лица и модерне државне институције, која у наредном периоду треба да оствари пуну кооперацију са регулаторним телима других земаља, да ради на унапређивању квалитета финансијских информација и оцена ревизора, као и транспарентности тржишта, унапређењу више закона и прописа у циљу привлачења и заштите инвеститора.

- процедуру емисије, процедуру примарне и секундарне продаје, као и изузетке од општих правила емисије ових хартија од вредности, при чему је (и за странца и југословена) битна јавна понуда - проспект (подаци о компанији, финансијски извештаји, подаци о управи, циљеви емисије и будуће пословање).

- берзе хартија од вредности, професионалне учеснике на тржишту хартија од вредности; организована слободна тржишта и комуникацију са берзом (ради обезбеђења транспарентности трговања, заштите интереса инвеститора и јединственог утврђивања цена), којима Комисија издаје дозволе за рад проверавајући почетни капитал, статус акционара, интегритет и искуство управе, информационо-технолошке програме рада, компјутерску везу са Комисијом и др.

- регистровање, чување и пренос власништва хартија од вредности (централни регистар за хартије од вредности, са регистром свих инвеститора - акционара и трансфера акција, клиринг и салдирање), при чему Комисија има регулаторна овлашћења,

- недозвољене радње при пословању хартијама од вредности (заштиту инвеститора од нетачних информација које га доводе у заблуду, односно спречавање злоупотребе повлашћених информација, спекулативних појава, манипулативне праксе ценама, формирање фондова за заштиту инвеститора, стицање значајног или већинског учешћа јавним путем и др.) при чему је наглашена надзорна улога Комисије, уз овлашћења за истрагу и примену административних или казних санкција (одузимање дозволе за рад, суспензију професионалне лиценце, пријава суду - рефундација трошкова инвеститора, депозит, замрзавање имовине лица умешаних у прекршај, изрицање огромних новчаних казни у односу на остварени профит и сл.) уз сарадњу са судовима, тужилаштвом и другим органима.

Закон о тржишту хартија од вредности треба да уважи постојећи степен развијености тржишта хартија од вредности и пружи снажне гаранције за правну сигурност инвеститора (и страних) у хартије од вредности. Он, такође, треба да омогући флексибилна регулаторна овлашћења регулаторних и саморегулаторних тела (Комисије и удружења професионалних учесника на тржишту хартија од вредности), како би се брже реаговало на абнормалне појаве на још недовољно развијеном тржишту хартија од вредности, које ће његов даљи убрзани развој наметати.

Посебно значајан и осетљив сегмент ове регулативе је везан за хартије од вредности које гласе на страну валуту, облици везе домаћег и страног финансијског тржишта (котирање на страним берзама акција домаћих предузећа, пословање иностраних инвестиционих фондова, и сл.).

2. *Закон о инвестиционим фондовима*, треба да регулише пословање колективних инвестиционих шема и штедње. Овим законом посебно треба регулисати начин конституисања инвестиционих шема, врста организатора (банке, осигуравајуће организације, друштва за управљање и др.) и његове одговорности, начин прикупљања средстава, обим власничке концентрације у портфолију ових институција, одговорност друштва за управљање, начин утврђивања и обим надокнаде за управљање, итд. Тиме се отвара шире поље за инвестициони менаџмент захваљујући хармонизацији услова под којима Комисија даје дозволе за рад овим компанијама, али је неопходан посебно ефикасан надзор над њиховим пословањем, како би се избегле тзв. пирамидалне шеме инвестирања.

3. Хармонизација прописа у функцији развоја тржишта хартија од вредности подразумева и хармонизацију више *других закона*, који чине нормативно - правни скелет финансијског тржишта (закон о предузећима, закон о банкама, закон о платном промету, кривични закон, закон о извршном поступку, закон о стечају, закон о антимонополском понашању на тржишту, порески закони, закон о страним улагањима и др.), а посебно закона из области приватизације.

4. Савезна комисија за хартије од вредности и финансијско тржиште (у међуресурској државној сарадњи са Савезним министарством за финансије, Народном банком Југославије, другим савезним и републичким органима и саморегулаторним организацијама) треба да припреми и донесе *више одлука - њодзаконских акција, методологија и правила* којима се заокружује и омогућује доследно спровођење нове регулативе у области тржишта хартија од вредности. При томе се посебно мисли на дефинисање ближе садржине проспекта и јавног позива за упис и уплату хартија од вредности, о садржају регистара и начину приступа подацима Комисије, одлуке Комисије о израчунавању адекватности капитала берзанских посредника према ризику који проистиче из њихових услуга и обиму посебних резервација, о ближој садржини и ревизији годишњих и полугодишњих извештаја о пословању и извештавању Комисије, о пословним књигама берзанских посредника, о променама капитала, управе, кадрова и техничких услова за пословање са странкама, о њиховим важнијим пословним догађајима, о условима за вршење услуга хартија од вредности (уговор, налог, обрачун, рачун клијента, евиденције клијента, документација и др.), о документацији за осниваче страног берзанског посредника, о ближој садржини и начину извештавања Комисије од стране берзе и клириншко-депозитног друштва, о условима за увођење, трговање и измиривање обавеза по основу трговања стандардизованим финансијским инструментима, о програму за стицање звања брокера, инвестиционог менаџера и инвестиционог саветника, као и о другим оперативним процедурама рада из надлежности Комисије.

5. Хармонизација подразумева нову *стратегију развоја тржишта хартија од вредности* односно програм којим ће се дефинисати *циљна тржишта хартија од вредности*, која треба посебно развијати ради хармонизације и бржег развоја интегралног тржишта хартија од вредности, са новчаним, терминским, трж-

иштем акција из приватизације, обвезница старе девизне штедне и другим сегментима тржишта.⁶⁵⁾

Развој циљних тржишта хартија од вредности захтева формулисање посебних пројеката, укључујући и имплементацију кроз израду извођачких пројеката. Такође, потребно је креирати и операционализовати предложене нове финансијске производе адекватне изабраним циљним тржиштима и упоредној светској пракси.

4. Уместо закључка

Разматрање основних фактора и тенденција драматично брзог развоја глобалног светског тржишта хартија од вредности, нашег историјског континуитета развоја тржишта хартија од вредности - који траје готово век и по, најновијих резултата и проблема у развоју обновљеног тржишта хартија од вредности од пре једне деценије, као и већ започетих активности на реформама у правцу хармонизације домаће регулативе са међународном регулативом (посебно са ЕУ, Словенијом и др.) показало је потребу свеобухватних, истовремених и брзих промена стварности нашег тржишта хартија од вредности, у правцу даљег убрзаног развоја и ефикаснијег регулаторног оквира тржишта капитала. Успешан глобални развој тржишта хартија од вредности и добра глобална регулација тога тржишта »иду руку под руку«. У том смислу нема развоја фер и ефикасних тржишта капитала, без законског регулаторног амбијента који обезбеђује сигурност и поверење инвеститора и нашу земљу чини привлачном дестинацијом за инвестирање, у условима међународне конкуренције.

За актуелни развој домаћег тржишта хартија од вредности изузетан значај имају питања хармонизације његове регулације. Процес регулације, као што је приказано, укључује, пре свега стварање нормативне базе за функционисање тржишта - нове законе и њихову разраду - инструкције, правила, методологије и друга акта. При томе је потребно дефинисати један број нових институција (централни регистар, депо, клиринг и салдирање, инвестициони фондови, инвестициони саветници и др.), као и поставити више захтеве досадашњим професионалним учесницима тржишта хартија од вредности (брокерско - дилерске куће, пословне јединице овлашћених банака и др.) у погледу капитала, специјалистичких знања, организације, а нарочито систем државне и "само-контроле" и оштријих санкција за учеснике на тржишту, на основама нове регулативе. При томе је битна оптимална "расподела" функција регулације тржишта хартија од вредности уз смањење државних и охрабривање недржавних организација (комерцијалне и друштвене "добровољне" саморегулаторне организације) са Комисијом за хартије од вредности, као централним регулатором на тржишту капи-

5. Опширније о функционисању хипотекарног тржишта и формирању Агенције за хипотекарно кредитирање мр Милош Јанковић, *Хипотекарно тржиште - развој финансијских механизма стамбене изградње*, Београд, Чигоја штампа, 1999.

тала, са комбинованим државним управљањем тржиштем - смањењем ранијег директног (административног), а јачањем индиректног (економског) управљања. Утицај на тржиште хартија од вредности треба да допринесе повећању његове ефективности, транспарентности, конкуренције (и међународне), стабилности и заштите инвеститора, а све у циљу бржег економског и друштвеног развоја наше земље.

Коначно, у овим великим изазовима (шансама, очекивањима, могућностима и опасностима) од посебног значаја биће отварање сарадње, едукације и сталног дијалога стручне и научне јавности, ради проналажења оптималних решења која се тичу даљег развоја и регулације (хармонизације) нашег тржишта хартија од вредности.