

*Проф. др Вук Огњеновић,  
Београд*

## **Заштита инвеститора - први приоритет развоја младих финансијских тржишта**

Није спорно, да су: акумулација капитала, организационе и технолошке промјене и иновације у производњи, те људски ресурси и предузетништво главни извори економског раста. Са становишта актуелних догађања у мукотрпним напорима да се створе предпоставке за економски развој земаља у развоју и земаља у транзицији, искуство показује, међутим, да је фундаментални - неопходни услов управо за економски, па и социјални раст, постојање сигурних институционалних оквира и права за приватно власништво, односно ефикасних режима и процедура за заштиту имовине и инвеститора.

Разлози су јасни. Токови приватних портфеља и токова капитала ка земљама у развоју и земљама у транзицији, значајно су се повећали током последњих двадесетак година. Потенцијално, објективно, то су у савременим међународним консидерацијама, главни извори финансирања развоја тих земаља. Било да се ради о инвестирању кроз различита портфолија (бондови, акције и др.) или о директном иностраном инвестирању (FDI), заједничка улагања, и др.) земље у развоју и транзицији, треба да обезбједе повољну макроекономску и регулативну климу домаћим и страним инвеститорима. Заправо, у принципу, земље у развоју и транзицији могу имати дјелотворне и дугорочне користи од улагања домаћих и страних инвеститора, само ако имају здраве и **темелно уређене режиме заштите инвеститора.**

## 1. Релевантни елементи за регулаторе тржишта

1.1. Има више релевантних елемената који потенцирају значај институционалног развоја и јачање регулаторног и надзорног капацитета у циљу заштите инвеститора. То се посебно односи на банкарски сектор у времену снажних финансијских либерализација на међународном тржишту финансијских услуга, односно и на основама снажног ширења информационих система и електронског банкарства. У том сложеном комплексу три области су ипак вриједне истицања.

Прво. У процењивању и управљању ризицима у домаћим јурисдикцијама, у циљу заштите инвеститора, релевантни органи на финансијском тржишту ће инсистирати на факторима који могу имати значајан ослонац и утицај у пројекцијама операционалне и информационе ефикасности финансијских тржишта. Поред тога, у циљу ефикасног обављања својих функција, надлежни регулаторни органи ће морати да се оспособе и да буду у позицији да процијене садржај активности на тржишту, па и у секторима изван оних у које су до тада традиционално били укључени.

Друго. Све важне надзорне функције релевантних регулаторних органа морају бити оспособљене да процјењују појаве системских ризика, и да заједно раде на обезбеђивању циља да финансијски систем остане безбједан. На том питању, неће бити довољан само лични контакт између регулатора, (како се то сада ради код нас, а и у једаном броју земаља у развоју и транзицији). Право питање је, да ли формални контакт између релевантних органа може олакшати контролу системског ризика и утврђивање доброг и ефикасног одговора, у случају да се догоде значајнији поремећаји на финансијском тржишту.

Треће. Тржишта земаља у развоју и транзицији, суочавају се са озбиљним ризиком да свој развој детерминишу на домаћем нивоу, а да конкуришу на међународном у исто вријеме (како за међународна средства, тако и за обезбеђивање финансијских услуга). Све већа међународна финансијска интеграција, практично не пружа шансе за неки претјеран луксуз у еволуцији елемената система. Међутим, цијена брзог развоја може бити висока, ако ова питања нису благовремено и адекватно уређена. Ради тога, регулатори тржишта у овим земљама, морају прије свега: реформисати и самим тим и олакшавати развој структуре хартија од вриједности, с једне, те озбиљно и благовремено прићи реформисању самог институционалног оквира који детерминеше ширење и либерализацију цјелине финансијских тржишта, с друге стране.

1.2. Из аналитичких разматрања фаза развоја па и криза кроз које су прошла нека финансијска тржишта, још једно питање има суштинског значаја за заштиту инвестиција. Произлази наиме, да кључне слабости потичу из непотпуног и недовољног координисаног регулисања посредника на тржишту од стране тзв. челних регулатора.<sup>1)</sup> Из искуства се показује да челни регулатори нису имали могућност

1. У нас су то: Савезна комисија за хартије од вриједности, Савезно министарство за финансије, Народна банка Југославије и берзе.

или способност да успјешно или дјелотворно регулишу тржишта. Показало се у основи, да је управо евидентна неспособљеност челних регулатора да изврше своје примарне функције, довела до слабења интегритета тржишта. Односно, из анализе више криза (у источној Азији рецимо), произлази да се ради не само о недостатцима у надзору и способности челних регулатора, већ и о недостатку дјеловања институције "пречег права откупа" према својим члановима, тј. према инвеститорима.

1.3. Из ових искустава произлази, да кључна питања заштите клијената и инвеститора, специфично актуелизују питања експлицитних процедура и система који су комплементарни са циљевима добре и ефикасне дистрибуције информација које се тичу учесника на тржишту и њихових трговинских активности. У том контексту, скоро да је правило, да почетак сваке кризе интензивира сукоб интереса (којим би се иначе могло управљати у нормалним околностима). Уз то, инвеститори који су прошли ове кризе подвлаче околности да су челни регулатори и берзански посредници били често претјерано "комотни" управо у временима када су се најављивале кризе, па и у току саме кризе. Ово је практично значило, смањивање пажње инвеститора, а индиректно и смањивање регулаторног капацитета челних и других регулатора.

1.4. Искуство из кризних периода једног броја финансијских тржишта, снажно наглашава потребу за унапређење регулаторне сарадње и надзор активности у међународним оквирима. Заправо, регулатори морају активно да комуницирају са другима у другој националној јурисдикцији како би се координирало трговањем инструментима акцијског капитала, а самим тим и штитили интереси сопствених инвеститора. Истовремено и са истом специфичном тежином, намећу се проблеми обезбеђења информација о иностраном улагању домаћих учесника. А то не значи ништа друго, до високу потребу да се дође до информација између регулатора различитих националних јурисдикција. Једноставно, боља сарадња и надзор су потребни зато што регулаторни третман у погледу економског управљања и транспарентности тржишне активности различитих актера на међународном тржишту (и преко различитих модела улагања), захтјева стварање услова за укључивање формалних или неформалних аранжмана са циљем да се добије добар преглед информација и оствари надзор на цјелини дјеловања домаћих и страних инвеститора.

Треба у овом контексту нагласити, да оквир регулаторних приоритета има у виду домаћи финансијски систем у цјелини. У том смислу, проблеми праћења банкарске политике и политике тржишта хартија од вриједности, често су, према искуству из досадашњих криза, били "одговорни" за закаснило дјеловање регулаторних органа, а често и за пренагљене и прегрејане политичке и друге идентификације. То је све само доприносило општој несигурности и неповјерењу инвеститора у тржиште.

Контроверзна је још једна пројекција ових консидација. Наиме, пракса потпуног или дјелимичног поклапања у регулаторном покривању, лежи често у осно-

ви проблема за контролу тржишта. Такав је случај контроле сектора краткорочних хартија од вриједности, или сектора контроле банкарских и финансијских институција. Често се примећује, да су регулатори хартија од вриједности опрезнији када дјелују према берзама и берзанским посредницима, односно да су челни регулатори за банкарски сектор, такође опрезнији када су у питању банке.

1.5. Очигледно, ова кратка аналитичка основа показује, да је степен тензије између макроекономских циљева и циљева политике тржишта хартија од вриједности различит у одређеним фазама развоја земље, односно њеног финансијског тржишта. Често се догађа да макроекономски циљеви "замијене" оне који се тичу тржишта хартија од вриједности. Уз то, често се догађа да макроекономски циљеви нису оно што би се могло окарактерисати као циљеви заштите инвеститора на тржишту. И обрнуто, могуће је да појединачни интереси инвеститора, понекад не могу до краја да прате макроекономске циљеве и циљеве политике тржишта хартија од вриједности на глобалном нивоу.

Према томе, циљеви јачања институције заштите инвеститора, су комплексни и бројни. Њих не може покрити ни један од појединих законских пројеката (било да је то Закон о тржишту хартија од вриједности, или Закон о друштвима за управљање фондовима за улагање у хартије од вриједности). То може чинити само комплексан и кохерентан систем институционалних рјешења у више сектора. Односно закона, који ће посебно инсистирати: на елиминисању регулаторних преклапања, и на обавези координације регулаторних органа који управљају финансијским системом. У основи, ради се о институцији заштите инвеститора, тј. о потреби да се обезбједи ефикасан надзор и висок степен одговорности за доследност у примјени система и санкционисања оних који га не поштују.

## **2. Неке основне перформансе кодекса заштите инвеститора**

2.1. Слабости код финансијских посредника, (банака, прије свега), затим оштар пад повјерења у тржиште, а прије свега у трговачке и облигационе односе, тј. у правни и судски систем, као и аспекти нарастања дужничких обавеза, додатно су погоршале институцију заштите инвеститора. Поред тога, треба имати у виду да земље у којима се тек формирају тржишта капитала (а то је и наш домаћи случај), у ситуацији су да се обраћају страним изворима инвестиција ради допуне и (или) унапређења домаћих извора финансирања инвестиција. Овдје су страни инвеститори и партнери интересантни не само ради обезбеђења капитала који може да се унесе у земљу, него и "инвестиционог знања" које доноси са собом, а посебно знања и искустава са сектора портфолио улагања. Уз то, закони економског раста рађају јак национални интерес за развој тржишта капитала са задатком да се побољша ефикасност са којом се штедња користи за задовољавање инвестиционих потреба, да се снизи цијена капитала и да доведе до боље расподеле штедње. Истовремено, у ове релевантне елементе, треба сврстати и потребе за бржим структурним реформама на финансијским тржиштима, које обично елиминишу

предрасуде против улагања акцијског капитала, те реформе које преко пројеката приватизације државних и друштвених предузећа, убрзавају захтјеве за различитим облицима програма за конвертовање дугова у акцијски капитал.

2.2. Из прегледа важних елемената и аспеката развоја, не треба испустити из вида ни снажне утицаје које национални програми развоја финансијског тржишта, па и институције заштите инвеститора као стожерног питања развоја тржишта капитала, имају промјене на глобалном нивоу односа. Наиме, интернационализација и све веће и шире везе између домаћег тржишта и међународног тржишта капитала, а и присуство институционалних инвеститора које је потпомогнуто већом усклађеношћу економских политика и повећаним обимом поузданих информација о компанијама, индустријским гранама и привредама у читавом свијету, смањује неке од ризика везаних за инвестирање, односно јача референце за заштиту инвеститора.

Ови аспекти развоја институције заштите инвеститора, треба да изазову одређену опрезност за системе земаља у развоју и земаља у транзицији. Повећана интеграција међународног тржишта капитала доноси са собом и повећану конкуренцију за ограничену штедњу и ограничену моћ домаћих инвеститора. Поред тога, иновације и рађање нових инструмената за портфолио улагања на међународном тржишту, па и кризе кроз које су прошла међународна тржишта хартија од вриједности, сугеришу да се не занемаре лекције из прошлости. Истовремено, рађају се и потребе за заштитом одређених виталних националних интереса и користи, које произлазе од тога да домаћа тржишта новца и капитала постану отворена (и са националним третманом) за стране инвеститоре. У том циљу, реформисани финансијски сектори у земљама у развоју и транзицији, специфично наглашавају унапређење поступака за улагања страног акцијског капитала. Уз то, важни елементи су и: потребе стварања заједничких пословних аранжмана ради побољшања структуре инвестирања, унапређење технолошких иновација, а и остављање потребног времена како би домаће финансијске институције правилно реаговале на све интензивнију конкуренцију.

Имајући ове аспекте у виду, може се закључити да би кодекс заштите инвеститора, који би одговарао и међународним стандардима, морао респектовати бар следећих неколико циљева:

- уважити принцип да само комплексан однос и комплементарна рјешења у више институционалних блокова могу пружити ефикасну заштиту инвеститорима у трговини хартијама од вриједности, односно при инвестирању и у операцијама на тржишту акционарског капитала;
- праћење развоја и различитих стања и ситуација на финансијском тржишту, односно обезбеђење ефикасних инструмената за извјештавање од стране учесника на финансијском тржишту како би се имала одговарајућа информативна основа за финансијске институције које су активне на тржиштима акционарског капитала;

- пружити потенцијалним инвеститорима доказ, да челни и други регулаторни органи у суштини раде тако да штите уговор о инвестирању у свим његовим пројекцијама и његову имплементацију);
- осигурати да се потраживања лица која нису домаћи резиденти, односно страни инвеститори, не третирају на дискриминаторни начин.

Према томе, за институцију заштите инвеститора, прије свега је потребно да се цјелина система усмјери на заштиту онога који улаже. У коначном разграничењу одговорности на овом питању, реално је инсистирати на одговорности државе и њених институција, организација и процедура у функцији заштите инвеститора. Од механизма који су у овом контексту релевантни, треба посебно издвојити: Закон о предузећима, Закон о банкама, Закон о централној банци, Закон о организацијама осигурања, процедуре и законска решења о облигацијама и о стечају, законе о обрачунском и рачуноводственом систему, законе о ревизији и бонитету биланса и годишњих извештаја пословања, законе и подзаконска акта којим се регулише трговање хартијама од вриједности, те и институционална рјешења везана за органе саморегулације на тржишту хартија од вриједности, законе о приватизацији и о процедурама за стварање услова у којима се развија тржиште власничких хартија од вриједности, законе који регулишу строге кривичне прекршаје за преваре или учешће у преварама са хартијама од вриједности. Заправо, главни закључак гласи: потребан ниво заштите инвеститора, може се промовисати и изградити свеобухватном ефикасношћу на финансијском тржишту.

У ствари, процедура заштите инвеститора и инвестирања укључује: поштено пословање, поштено уговарање послова, поштено управљање и поштено савјетовање о инвестицијама. Поред тога, за институцију заштите инвеститора, потребни су још неки аспекти и механизми: централни регистар, институција компензације и "сигурносних мрежа" за инвеститоре у случају избијања ситуација које су условиле слабости система и неспособљеност регулатора, затим процедуре предвиђања развоја ситуације на тржишту, као и уочавања оних који се јављају као преваранти (каубоји) у инвестирању. Исто тако, важно је идентификовати и процедуре за инвестиционо рекламирање, односно процедуре за интервенције и поступке инвеститора када треба да се жали надлежном органу. Биће такође потребно да се у систем уградe механизми типа "аутоматских прекидача" у случајевима појаве одређених тенденција и криза, односно механизми који пресијецају или омекшавају процесе рушења микроструктуре тржишта (откривање промјене цијена, токови налога за плаћања и ликвидирања, ликвидност и непостојаност, и др.).

2.4. За институцију заштите инвеститора је битно, да се у унапређењу и реформисању система континуирано држи корак са међународним развојем. То подразумијева да се: буде отворен за иновације у погледу финансијских производа, посебно оних који су као инструменти усмјерени за помоћ у управљању ризиком, односно да се гдје је год то могуће уведе најновије технологије за побољшање ефикасности и протока информација. Нова технологија обично доноси нове методе трговања, које су толико брзе и толико масивне да могу да дестабилизују свако,

па и високо развијена тржишта капитала. Исто тако, нови финансијски инструменти се развијају брзином (да су законодавци практично збуњени) која стално ствара стално нове могућности за дестабилизацију и неизвјесност у трговини са хартијама од вриједности и начинима и облицима ангажовања и пласирања капитала.

2.5. За ову темељну институцију развоја тржишта капитала, битно је обезбједити и здро и стабилно политичко - економско окружење. То су у основи ингеренције и одговорности политичких структура и државних надлежних органа. Широко легитимитет у јавности на плану одржавања и заштите широког распона друштвено-економских интереса, тј. заштите инвестиционе одлуке и избора инвеститора, у стању је да у континуитету одржава равнотежу између потреба за ефикасношћу и потреба за правичношћу на финансијском тржишту. Системски ризик, односно одржавање системске стабилности у овој равни, једнако је потребно, колико и контрола извора домаћих и страних ризика истовремено. Очување повјерења захтијева конкретне активности и мјере да се осигура правна и регулаторна сигурност, али и да се задржи ваљаност и озбиљност структуре тржишта и у домаћој и у међународној пројекцији односа.

### 3. Главни закључци

3.1. Заштита инвеститора је очигледно кључно питање у структурним реформама сектора предузећа и његове транзиције. Без адекватног третмана управо овог питања у систему као цјелини, тешко да може бити напредовања у трансформисању домаћег предузећа и домаћег финансијског тржишта, односно стварања основа за сарадњу са међународним тржиштем капитала.

Намеће се заправо закључак, да је питање заштите инвеститора, прије свега, у функцији значаја развоја финансијског тржишта, али и непосредно у функцији питања националног економског развоја. Истовремено, то је "питање критеријума" за ефикасност националних регулаторних структура, али и за концепцију прилагођавања брзој динамици промјена на међународним финансијским тржиштима.

3.2. Више је разлога, да управо у овој фази развоја система, држава (парламент, судови) и челни регулатори система (Комисија за хартије од вриједности, Министарство за финансије и Централна банка), озбиљно и одговорно, активно-стима и координацијом ојачаног надзора, те стриктним избјегавањем преклапања надлежности, а самим тим и јачањем појединачне одговорности регулаторних органа, смање ризик инвестирања у домаће пројекте и охрабре нови (и очекивани) прилив капитала у земљу.

3.3. Брз развој финансијских тржишта и тржишта хартија од вриједности, створио је потенцијално опасан коктел агресивних финансијских трговина, "лукавог новца", шпекулативних инвеститора и крајње сложене финансијске инструменте, које клијенти на тржишту често и не разумију до краја. Поред тога, сама

---

интернационализација као главно обележје финансијских тржишта, истиче за висок приоритет и потребу да се међународном сарадњом гради транспарентност националних система, односно да се хармонизацијом и стандардизацијом правила и мјера, те и координацијом регулаторних органа и тијела, стварају услови и инструменти за што јачу институцију заштите инвеститора.

Уз све то, и истовремено, пажња за смањење, па и **уклањање политичких, тј. некомерцијалних ризика у инвестирању**, мора бити и саставни дио изграђивања демократских политичких структура. Приступање међународним институцијама за осигурање од ове врсте ризика, главни је механизам у овој пројекцији односа који граде добру међународну концепцију институције заштите инвеститора.

Једноставно, ефикасним и благовременим дјеловањем у ова два - три блока активности, земља реално гради услове за стварање нове инвестиционе културе. Самим тим и реалне основе за дјелотворне економске и финансијске коалиције, у функцији финансирања неопходног економског раста и развоја.