

*Др Нада Тодоровић,
доцент, Правни факултет, Крагујевац*

Држава и инвеститори на тржишту капитала

Финансијска тржишта и финансијске институције, а у оквиру њих посебно тржиште капитала, имају централну улогу у савременим привредама. Финансијски сектор апсорбује огромне износе новца инвеститора и врши пласман тог капитала на најпродуктивније употребе. Савремена економија животни зависи од одржања финансијске стабилности националних привреда. Управо због тога је нужан одређен степен државне регулативе на тржишту капитала.

Степен регулације и контроле финансијских токова на тржишту капитала и активности финансијских институција које опслужују ово тржиште, разликује се од земље до земље, услед специфичних историјских, културних, економских и политичких услова дотичне земље.

Држава се као учесник на тржишту капитала може наћи у улози инвеститора, корисника капитала, регулатора и контролора.

Њена улога као инвеститора посебно је значајна код ублажавања тржишних осцилација, које су иманентне природи тржишта капитала. Тако ће, у случају тржишне нестабилности изазване повећаном тражњом капитала, држава као инвеститор преко својих овлашћених институција (Централне банке), куповати хартије од вредности и на тај начин повећати обим понуде капитала.

Међутим, држава се често појављује и у другој улози, као емитент хартија од вредности (корисник капитала). Она у улози корисника на тржишту капитала продаје хартије од вредности и самим тим утиче на смањење понуде капитала. Развијена тржишта капитала у свету имају веома ликвидна тржишта за државне хартије од вредности¹⁾, а код нас се може очекивати оживљавање трговања државним

хартијама од вредности (обвезнице по основу јавног дуга, обвезнице старе девизне штедње).

Најзначајнија улога државе је на плану заштите интереса инвеститора, како не би дошло до већих губитака услед инвестирања у неквалитетне хартије од вредности. У том циљу савремено организована држава преко својих овлашћених органа и институција, посредством разних облика и инструмената, спроводи објективну, неутралну, независну и ефикасну државну регулативу, која има за циљ постојање стабилног и ликвидног тржишта капитала.

Обично се интервенисање државе на тржишту капитала, врши на основу "неуспеха тржишта", односно на основу процене да ли је тржиште остварило исход испод оптимума, да ли је стабилно или су присутне тржишне осцилације.

У економској теорији²⁾ постоји неколико случајева неуспешности финансијског сектора, а у оквиру тога и тржишта капитала. Проблеми који узрокују финансијску нестабилност, односе се пре свега на:

- проблем спољашњости,
- проблем асиметричних информација,
- проблем моралног хазарда,
- проблем односа принципал-агент.

Проблем спољашности (екстерналитета) произилази из значаја финансијског система који обезбеђује механизам плаћања за целу привреду, па проблеми у финансијском сектору имају погубан ефекат на читаву економију.

Поседовање информација од стране директора и менаџера компанија као и финансијских институција о финансијском стању њихове сопствене компаније, доводи их у повлашћен положај и настаје проблем недозвољеног унутрашњег трговања (insider trading).

Поседовање повлашћених информација доводи до прикривања релевантних информација од инвеститора и осујећивања њихових економских интереса. Због тога су многе земље усвојиле законе којима се спречава унутрашње трговање, у чему предњачи Велика Британија с обзиром на њену дугу традицију у трговању хартијама од вредности.³⁾ У земљама Европске уније проблем недозвољеног унутрашњег трговања регулисан је посебном директивом и посебном конвенцијом.⁴⁾

Под моралним хазардом подразумева се већа вероватноћа појављивања неког догађаја који је осигуран, него ако догађај не би био осигуран. Због овога се догађа да финансијске институције преузму већи ризик него што би иначе преузеле, знајући да су инвеститори заштићени ако се та институција суочи са проблемима.

1. Тржиште јавноправних хартија од вредности опширније је обрађено код: F.J. Fabozzi and F. Modigliani, "Capital Markets, Institutions and Instruments", International INC, Englewood Cliffs, Prentice Hall, New Jersey, 1992.
2. К. Pilbeam, "Finance and Financial markets", MacMillan Press LTD, 1998. стр. 366.
3. М. Васиљевић, *Insider trading (dealing) - повлашћене информације*, "Право и привреда" бр. 9-12/2001, Београд, стр. 6.
4. Директива о Insider dealing-у 89/592 (OJ 1989, No I 334/30) и Европска конвенција о Insider Trading (Council of Europe, European Treaty Series, No 130).

Проблем односа принципал-агент своди се на могућност да директори и менаџери компаније настоје да задовоље своје интересе на штету акционара и потенцијалних инвеститора. Менаџери могу да имају премије према учинку које их охрабрују да преузму велики ризик који угрожава средства акционара и инвеститора. Због тога они треба да имају обавезу обелодањивања информација о финансијској делатности компаније, као и обавезу поштовања правила о њиховом коришћењу.

Државна регулатива на примарном тржишту капитала

Примарно тржиште капитала је емисионо тржиште на коме долази до иницијалне емисије хартија од вредности од стране компанија и државе. На овом сегменту тржишта капитала држава се у својству регулатора појављује преко доношења одговарајућих прописа који регулишу иницијалну продају вредносних папира, па до оснивања одговарајућих органа и комисија које узимају активно учешће у процени емисије вредносних папира.

Потреба за законским регулисањем индустрије хартија од вредности на савезном нивоу, произашла је из неопходности заштите инвеститора од погрешног информисања и превара. У том циљу је у САД још 1933. године донет Закон о хартијама од вредности који се бавио продајом нових хартија од вредности јавности и који садржи захтеве о пружању инвеститорима потпуних материјалних информација о емитенту хартија од вредности. Настављена је тенденција правног регулисања понуда хартија од вредности па је 1934. године донет Закон о берзама хартија од вредности. На основу овога законског акта основана је Комисија за хартије од вредности и берзе (Securities and Echange Commission SEC).

Према закону из 1933. године већина корпорација које продају хартије од вредности морају поднети комплетну регистрациону пријаву комисији. Први део пријаве је проспек⁵⁾ који садржи све информације о финансијској снази емитента које су од значаја за инвеститоре и он се доставља потписницима и инвеститорима као засебна књижица. Други део проспекта садржи додатне информације које се захтевају приликом регистрације.

Неопходно је нагласити да комисија као државно тело не процењује инвестициону вредност емитованих хартија од вредности, већ само оцењује презентовање потпуне и тачне документације о свим материјалним чињеницама које су од интереса за инвеститоре, а односе се на одговарајућу хартију од вредности. Из овога следи закључак да Комисија дозвољава продају хартија од вредности непрофитабилним компанијама, под условом да су информације у регистрационој пријави тачне. Ризик улагања у такве хартије од вредности сноси сам инвеститор.

5. J. C. Van Horne, J.M. Wachowicz, "Fundamentals of Financial Management", Prentice-Hall, New Jersey, 1995, стр. 534.

Поред Савезне комисије за хартије од вредности, у САД појединачне државе чланице имају сопствене комисије за хартије од вредности, чији је задатак да регулишу понуду и продају хартија од вредности у оквиру своје државе. У САД регулисање тржишта хартија од вредности на савезном нивоу је свеобухватније, чиме се обезбеђује заштита и већа сигурност инвеститора, а истовремено се ствара јединствено тржиште хартија од вредности. Оваква државна регулатива је могућа у америчком моделу тржишта капитала, јер у САД свака од 50 држава користи заједнички језик, валуту, правни систем и систем обрачуна.

Земље Европске уније због разлика у друштвеним политичким и привредним условима, због различитог степена развоја финансијске инфраструктуре и различитог степена правне регулисаности тржишта хартија од вредности, заостају за САД. Управо из ових разлога се приступило хармонизацији прописа који регулишу функционисање тржишта хартија од вредности.

У свајањем документа под називом Бела књига (White Paper) још 1985. године и на основу ње упутства којим су установљена начела поступка финансијске интеграције, започиње процес стварања јединственог тржишта хартија од вредности у земљама Европске уније.⁶⁾ У свакој од земаља чланица Европске уније постоји један одређен степен регулације тржишта на глобалном нивоу, који не искључује саморегулисање и спонтаност тржишта. Најбољи пример за то је Велика Британија. Тржиште капитала у овој земљи је дуго функционисало по својим "унутрашњим правилима" која су стварали и примењивали сами учесници. Законом о финансијским услугама из 1986. године успостављена је нова институционална структура британског тржишта капитала. Функције регулисања тржишта капитала поверене су државним и недржавним регулаторима. У државне регулаторе спадају Парламент, Министарство финансија, Енглеска банка и Комисија за ефекте и инвестиције (Securities and Investment Board), која има статус полудржавног регулаторног и надзорног органа.⁷⁾

У Европској унији хармонизација услова на тржишту хартија од вредности постиже се применом директива о тржишту хартија од вредности. Ове директиве се углавном односе на област инвестирања, област приступа регулисаним тржиштима, област извештавања о трговини и транспарентности регулисаних тржишта и област која се односи на концентрацију трговања на тржишту.

Велики инвеститори врше притисак да се корпорацијске информације обелодањују и да се постигне једнообразан систем обрачуна. Пошто се данас врши институционализација и глобализација тржишта капитала, онда велики институционални инвеститори настоје да се уједначе услови по којима се понашају учесници у берзанским трансакцијама. Они се даље залажу за повећану концентрацију берзанских учесника, а опредељење за ово је мотивисано потребом стварања моћних

6. В. Дугалић, *Регулација тржишта хартија од вредности у Европској унији*, "Берза", бр. 10/12, 1999, Београд, стр. 19.

7. В. Steil, "International Financial Market Regulation", London, John Wiley and Sons, 1994.

емитената хартија од вредности. Моћни емитенти пружају већу сигурност потенцијалним инвеститорима.

Државна регулатива на тржишту капитала у земљама транзиције требало би да је ограничена на питање процедуре и понашања учесника на тржишту, а не на питање регулисања цена јер њих одређује само тржиште путем закона понуде и тражње. На примарним тржиштима капитала ових земаља присутна је држава преко доношења одговарајућих законских прописа, којима се регулише прва емисија и промет хартија од вредности. У већини земаља транзиторних привреда постоји комисија за хартије од вредности формирана по угледу на америчку Комисију за хартије од вредности.

У СР Југославији постоји Савезна комисија за хартије од вредности чије су надлежности утврђене Законом о хартијама од вредности и Законом о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима, као и подзаконским актима.⁸⁾ На примарном тржишту капитала савезна комисија има овлашћење и обавезу да обезбеди квалитет хартија од вредности које се емитују у серији. Улагање у квалитетне хартије од вредности смањује ризик за инвеститоре и обезбеђује заштиту права која се добијају куповином хартија од вредности (право на дивиденду, право на камату, право управљања).

Ове активности комисије спроводе се:

- давањем одобрења за емисију акција, дугорочних хартија од вредности и хартија од вредности које гласе на страну валуту,
- давањем одобрења за јавни упис и куповину акција код сукцесивног, постепеног оснивања акционарског друштва,
- давањем одобрења којим купац стиче 25% и веће учешће у основном капиталу акционарског друштва.

Последње овашћење комисије утврђено је у циљу заштите малих инвеститора и очувања њиховог поверења, као и ради праћења висине учешћа у основном капиталу акционарског друштва. Комисија за хартије од вредности у СР Југославији само у 2001. години, донела је 101 решење о одобрењу емисије, а обим емисија износио је 7.189.001.450,00 динара.⁹⁾

Државна регулатива на секундарном тржишту капитала

Крах берзе и њена нестабилност рушилачки се одражава на читаву националну економију. Зато и постоје правила која владају структуром и организациом берзи хартија од вредности, а циљ је да се обезбеди правилно поступање у име и за рачун инвеститора. Држава доношењем законских прописа као и оснивањем бројних комисија и државних органа, регулише делатност берзи, незваничног ванбер-

8. Закон о хартијама од вредности, "Сл. лист СРЈ" бр. 26/95, Закон о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима, "Сл. лист СРЈ" бр 90/94

9. Подаци су узети из регистра Савезне комисије за хартије од вредности

занског тржишта, затим нормативно уређује делатност разних удружења брокера и дилера.

Поред државе и њених органа правила о трговању хартијама од вредности на берзи, доноси и сама берза као финансијска институција, разна удружења берзи и берзанских посредника и саморегулаторна тела.

Комисија за хартије од вредности и берзе постоји данас скоро у свим развијеним тржишним привредама и она се овлашћује да регулише рад на берзама, ван-берзанском тржишту и рад брокера и дилера. Тако је у САД установљена обавеза достављања одређеног формулара Комисији за хартије од вредности и то онда када нека група инвеститора добије 5% и више акција неке компаније, зато што постоји реална могућност промене ефективног власништва услед акумулације акција.¹⁰⁾ Према томе, ова комисија има надлежност да спречи праксу манипулисања којом се користе инвеститциони дилери, виши службеници, директори компанија, да онемогући злоупотребе које су могуће унутар компаније, у трансакцијама у којима су укључене акције компаније и друге преваре на штету јавности која инвестира.

У САД је законом из 1970. године основана корпорација за заштиту инвеститора на берзи. Овај акт познат је под називом Закон о протекцији инвеститора (Security Investor Protection Corporation SIPS).¹¹⁾ Улога корпорације за заштиту инвеститора пре свега, односи се на заштиту инвеститора, уколико њихови заступници- брокерске фирме претрпе губитке.

Надзор и контрола над трговином хартијама од вредности на берзама у Европи, спроводи се преко комисија за хартије од вредности и берзе. Тамо где ова комисија не постоји, надзор и контролу на берзи преузима министарство финансија (пример Аустрије) или неки други државни орган.

У СР Југославији Савезна комисија за хартије од вредности издала је до сада 99 дозвола за рад берзанским посредницима и то брокерско-дилерског начина трговања и брокерског начина трговања. Од тог броја 14 дозвола за рад је одузето и то углавном берзанским посредницима брокерског начина трговања, а 2 берзанска посредника нису под режимом Савезне комисије за хартије од вредности.¹²⁾ Повећање броја одузетих дозвола у последње време, указује на појачане активности Савезне комисије за хартије од вредности на плану одржања финансијске дисциплине свих учесника на тржишту капитала.

Циљеви државне регулативе

Глобално посматрано основни циљ државне регулативе на финансијским тржиштима па и на тржишту капитала, је одржање финансијске стабилности, пошто

10. J.C. Van Horne, J.M. Wachowicz, исто, стр. 537.

11. Z. Bodie, A. Kane, J.A. Marcus, "Essentials of Investments", Richard D. Irvin INC, 1992. and 1995, стр 72.

12. Подаци су узети из регистра и билтена Савезне комисије за хартије од вредности.

би у недостатку правне регулативе финансијски систем могао бити склон периодичној нестабилности. Међутим, основни мотив је да се пружи заштита инвеститорима од преваре и ширења неодговарајућих информација, или информација које могу навести на погрешне закључке. Превара може бити извршена на неколико начина; намерно манипулисање ценама акција, сакривање пресудних информација од инвеститора, незаконито унутрашње трговање, злоупотреба новчаних средстава инвеститора.

Инвеститори преузимају две врсте ризика узимајући учешће у трансакцијама на тржишту капитала: ризик повраћаја капитала и ризик наплате прихода који капитал доноси. У свету данас расте значај институционалних инвеститора (инвестициони фондови, осигуравајућа друштва, пензиони фондови) у односу на индивидуалне инвеститоре и тај процес познат је под називом институционализација тржишта капитала. Ови инвеститори располажу огромним финансијским средствима и зато је потребан одговарајући нормативни оквир који би им пружио одређени степен сигурности при пласману тих средстава и који би им свео ризик на разумну меру. На крају, циљ државне регулативе је да се промовише поштена и здрава конкуренција, како би се корисницима обезбедиле конкурентне цене.

Да би се сви ови циљеви постигли постоји изванредан број средстава уз помоћ којих државе, односно владе интервенишу на тржиштима капитала. Државно регулисање се у економској теорији¹³⁾ може поделити на неколико типова:

- структурално регулисање које покрива различите врсте активности, производе и географске границе у оквиру којих нека финансијска институција може деловати,

- регулисање начела правила разборитости односи се на унутрашње руководство менаџмент неке финансијске институције (на пример одређивање износа дозвољеног капитала који би апсорбовао могуће губитке, довољна ликвидност како би се обезбедила могућност испуњавања обавеза и др.),

- заштита инвеститора обухвата све оне мере које се предузимају у циљу заштите инвеститора од погрешног управљања новчаним средствима, лошег рада и преваре.

Сви ови облици државног регулисања спроводе се преко низа мера као што су: прописи лиценцирања (овлашћивања), захтеви за доступност информација, осигурање депозита, рестрикција (ограничење) активности финансијских институција, захтеви за ликвидношћу и др. На крају се као питање намеће: државна регулатива на тржишту капитала, да или не? Дакле, дошли смо до незаобилазног разматрања проблема предности и недостатака државне регулативе на тржишту капитала.

У стручној економској литератури све се више појављује став против државног регулисања индустрије хартија од вредности, све је више присутан један либералнији приступ функционисању тржишта дугорочних хартија од вредности. Раз-

13. К. Pilbeam, исто, стр. 368.

лози који се наводе за овакве ставове су различите природе. Један од аргумената, су свакако високи трошкови које изискује државно регулисане индустрије хартија од вредности. Други проблем је проблем неуједначености државне регулативе, који је посебно погађао европска тржишта капитала. Као резултат ове неуједначености појавило се сељење послова и профита из финансијских центара у којима има превише регулативе, у мање регулисане стране финансијске центре. Претерано лиценцирање (овлашћивање) може ограничити конкуренцију и донети превелике профите лиценцираним финансијским институцијама, а више цене потрошачима.

Сви ови разлози против државне регулативе имају своју економску оправданост, али они могу бити основ за смањење степена регулисаности финансијских тржишта и успостављања одговарајућег оквира регулативе, а никако њеног потпуног укидања. Државна регулатива на тржишту капитала требало би да је ограничена на питање процедуре и понашања учесника на овом тржишту, а не на питање формирања цена тржишног материјала.