

*Мр Милорад Бејатовић,
генерални директор
Морава Осигурање а.д. Београд*

UDK 347.71

Регулисање системског ризика

Поред заштите инвеститора и обезбеђивања ефикасног, фер и транспарентног тржишта, заштита од деловања системског ризика је трећи аргумент јавне контроле финансијског тржишта. Овај аргумент је, у ствари, ширење аргумената заштите интегритета кредитног тржишта уопште, па и целине кредитно-монетарног система, у условима банкарства формираног на подлози тзв. фракционе резерве – креирање банкарског новца без потпуног покрића депозитима, односно, на националном нивоу, односно раскидање везе емисије новца и златне подлоге.

Финансијско тржиште, као и кредитни и монетарни систем, нормално функционише док постоји поверење учесника у сигурност улагања, односно обављања трансакција без великих трансакционих трошкова. *Ризик ошшијеџ губљења поверења у нормално функционисање финансијског тржишта назива се системски ризик.*

Системски ризик треба разликовати од кредитног ризика, односно неспособности или неспремности појединих финансијских институција да одговоре својим обавезама. Кредитни ризик, у нормалним условима, има изоловано дејство и може имати за последицу губљење поверења само у институцију која се налази у тешкоћама. Међутим, уколико је таква институција значајна за целину финансијског тржишта, по обиму операције или по стратешком месту везаном за нормално функционисање финансијског тржишта, или је финансијско тржиште пренапето тиме што је обим операција на кредит изузетно висок, онда и манифестација кредитног ризика – тешкоће ликвидности или стечај једне институције, може активирати деловање системског ризика.

Системски ризик може се појавити и углавном се јавља и пре појаве неликвидности или несолвентности појединих институција. Сваки акумулисани *leverage* (односно капитала којим се обезбеђује сигурност пословања институције и преузетих ризика) значајнијег учесника на финансијском тржишту већ манифестује системски ризик (на пример, санација LTCM hex фонда, 1998. године на америчком финансијском тржишту). С друге стране, извор системског ризика може бити и операциони ризик, који изражава несавесно или немарно, али и злонамерно коришћење средстава финансијских институција од стране запослених у приватне сврхе (пример понашања Lawsona, службеника филијале енглеске инвестиционе банке Barrings у Сингапуру, који је у операцијама са фјучерсима на јапанске обвезнице оштетио своју банку за више стотина милиона фунти, изазивајући њен стечај, али и кризу финансијског тржишта Сингапура).

Системски ризик може настати и из превара на финансијском тржишту. Оне могу имати различите облике: пирамидалне шеме, манипулације, коришћење повлашћених односно *инсајдерских информација*, и друго.

Специфични облик системског ризика је формирање тзв. шпекулативног мехура, односно интензивни раст цена финансијских инструмената и шпекулације која је прати и која се, најчешће, шири и на друге облике финансијске активне, али захвата и тржиште реалне активне (цене земљишта, кућа, и сл.).¹⁾

Системски ризик се манифестује као криза финансијског тржишта. Она има за последицу опште губљење поверења у сигурност улагања у финансијске инструменте, које је изражено кроз опште падање цена финансијских инструмената, немогућност салдирања финансијских инструмената, стечајеве берзанских посредника који имају велику изложеност – насталу на подлози трговине финансијским инструментима на кредит (маргина), односно продајом финансијских инструмената које инвеститори не поседују (*short sale*), потенцијалних и реалних губитака инвеститора и општег опадања инвестиционе активности.

Криза која захвата финансијско тржиште, својим последицама утиче и на кризу кредитног система, али се најчешће преноси и целину привреде, постајући тако елемент опште кризе (економска криза).

Криза финансијског тржишта може бити “затворена” само на овом тржишту, уколико се одговарајућом политиком регулаторних органа на финансијском тржишту или монетарних власти, обезбеди повратак поверења инвеститора и учесника. На пример, криза америчког финансијског тржишта, октобра 1987. године, није проузроковала кризу кредитног система, нити је имала за последицу рецесионо дејство на реална привредна кретања.

Ни развијена финансијска тржишта нису имуна од појава системског ризика, али се они у свим наведеним манифестацијама чешће могу јавити на финансијским тржиштима у развоју (тзв. *emerging markets*).

1. Charles P. Kindleberger, "Manias, Panics and Crashes – A History of Financial Crises", John Wiley, 1996, pp. 30-44.

Када се нестабилност из једног националног финансијског тржишта прелије на друга национална тржишта, говоримо о *финансијској епидемији (contagion)*. Епидемија на финансијском тржишту *“изражава ефекат преливања неочекиваних симултаних шокова између више земаља”*². Као што се и криза на финансијском тржишту може спречити одговарајућом регулативном политиком и акцијом регулаторних органа у случају манифестација системског ризика, тако се и појаве претеће епидемије могу задржати у оквиру једне земље. Међутим, општа повезаност националних тржишта у процесу глобализације вероватније ће имати за резултат одређено преливање криза. Финансијске кризе у последњој деценији увек су показивале ефекте преливања: на пример, Мексико (децембар 1994.), Азијске земље (од јула 1997.), Русија (август 1998.), итд.

При томе, треба напоменути да је реч о ширењу поремећаја који нису везани за традиционалне канале повезаности двеју или више земаља (трговинске, финансијске), него и између земаља између којих не постоји никаква веза. Разлог за то је кретање спекулативног капитала који се, у условима глобализације и либерализације токова краткорочног капитала, повлачи не само из земље коју је криза захватила, него и из других земаља које имају исти степен ризичности инвестирања³.

Регулатива системског ризика

С обзиром на последице финансијских криза, национална законодавства су усвојила низ одредби, које имају за циљ да допринесу заштиту финансијског тржишта од системског ризика. Централну улогу у тој заштити играју регулаторни државни органи, који се најчешће јављају у облику комисија за хартије од вредности. Првенство у регулисању финансијског тржишта свакако има доношење Закона о финансијским инструментима (Securities Act, 1933.) и Закона о трговини финансијским инструментима (Securities Exchange Act, 1934.) у САД, који су донети као део пакета анти-кризног законодавства после Велике економске кризе. Америчка *Securities and Exchange Commission (SEC)*, формирана 1934. године, са циљем да *“унапредити стабилност финансијског тржишта и заштити инвеститоре”* постала је образац регулаторне институције на финансијском тржишту.

Регулатива америчког финансијског тржишта полази од израженог значаја овог тржишта за целину привредне активности, односно за *“национални јавни интерес”*. Разлози за регулисање овог тржишног сегмента, наведени у Закону о трговини финансијским инструментима, су *“да се заштити трговина између федералних јединица, национални кредити, јореска снага савезне државе, да се учини ефикаснијим национални кредитни систем и систем централне банке и да се осигура поштиво и искрено обављање трговачких трансакција”* (члан 2)⁴. Такође, члан

2. M. Dungey et al., "International Contagion Effects from the Russian Crisis and the LTCM Near – Collapse", BIS, Basel, January 2002.

3. З. Гобелић, *Кризе финансијског тржишта*, "Свет финансија", 1/2002.

4. SEC, Securities und Exchange Act of 1934., Washington, November 1998.

11А Закона о трговини финансијским инструментима, садржи следеће ставове: “Конгрес сматра да је тржишће финансијских инструмената важна национална активна, која мора бити очувана и ојачана”. Стога, “у јавном је интересу и важно је за заштити инвеститора и одржање поштеност и регуларност тржишћа осигурајући економски ефикасно извршење трансакција финансијским инструментима...”⁵⁾.

Када је реч о заштити тржишта од системског физика, поменути Закон о финансијским инструментима предвиђа да регулатива мора одговорити и на “изузетне ситуације” на финансијском тржишту. Разлог за то је у чињеници да су изузетне ситуације (*national emergencies*) “које производе широку незапосленост и дислокацију трговине, транспорт и индустрије и које оштећују трговину између федералних јединица и негатаивно утичу на опште благостање, изазване, интензиване и продужене манипулацијом и изненадним и неразумљивим флукуацијама цена финансијских инструмената и прекомерном спекулацијом берзама и тржиштима, да би спречила такве изузетне ситуације, Савезна влада је изложена великим прошиковима, који могу оштећити национални кредитни систем”⁶⁾.

Према Закону, системски ризика на финансијском тржишту, који прети да изазове појаве које су означене као изузетне околности на финансијском тржишту, изражава се као “велики тржишни поремећај кога обележавају или чине:

- изненадне или изузетно велике флукуације цена финансијских инструмената уопште или могућност таквих флукуација, што прети да угрози поштено и регуларно стање тржишта,

- велики поремећај у сигурном или ефикасном обављању послова националног система клиринга и салдирања финансијских инструмената или могућност таквог поремећаја.

У случају манифестација системског ризика, ако је то по мишљењу SEC у јавном интересу и у интересу заштите инвеститора, ова Комисија је овлашћена да својом наредбом (члан 12к):

- суспендује трговину било којим финансијским инструментом, за период не дужи од 10 дана;

- да суспендује сву трговину на било којој берзи или трговину која се обавља на други начин, за период не дужи од 90 календарских дана.

У овом другом случају, потребна је сагласност председника САД.

Комисија може, такође, у случајевима системског ризика издавати “изузетне наредбе” којима “мења, доуњава, суспендује или намеће захтеве или ограничења у односу на било коју меру или акцију, која је у надлежностима комисије или неке само-регулаторне организације, у циљу:

- одржавања или обнављања регуларног тржишта,

5. Исто, п. 30.

6. Исто, п. 2.

- осигурања ивично, иромично и сигурно обављања клиринга и салдирања обављаних итрансакција” на период до 10 дана (члан 12к).

Овом одредбом, према томе, SEC је овлашћена да регулише и појединачне учеснике на финансијском тржишту, односно операције везане за поједине финансијске инструменте у случајевима за које оцени да могу имати за последице системски ризик.

Слом америчког финансијског тржишта, манифестован кроз пад цена финансијских инструмената за преко 20% у једном дану (пад Dow Jones Индекса износио је 19. октобра 50% индексних поена), имао је за последицу велики обим непродатих финансијских инструмената код маркет макера за које није постојала тражња, неликвидношћу берзанских посредника који су одобравали трговину на кредит својих клијената и немогућношћу клириншких кућа да обезбеде салдирање свих операција, које су гарантовале својим средствима. Сви учесници тржишта имали су потребу за додатним новчаним средствима да би наставили своје пословање; јавила се општа криза ликвидности. Банке, међутим, нису биле склоне да одобравају нове кредите, јер је пад цена финансијских инструмената довео до погоршања кредитне способности свих учесника. Да би се криза разрешила, била је нужна интервенција с једне стране, FED а с друге стране, SEC. Централна банка је реаговала кроз своју спремност да банкама обезбеди додатна ликвидна средства, како би оне могле обновити кредите берзанским посредницима а ови инвеститорима. Саопштење FED, 20. октобра, које је гласило: “Систем федералних резерви, сагласно својим одговорностима националне централне банке, данас иоиврћује своју спремност да служи као извор ликвидности у циљу иодрике финансијском и економском систему⁷⁾, довео је до смиревања психологије неповерења на финансијском тржишту. FED је и деловао конкретно на санирању ликвидности: појачањем обима операција на отвореном тржишту, либерализовао правила позајмљивања финансијских инструмената из свог порфелеа, како би учинио шире доступним систем обезбеђења кредита финансијским инструментима, убеђивањем банака да одрже кредите берзанским посредницима, и сл. На тај начин, системски ризик са финансијског тржишта усмерен је на банке и у крајњој линији на FED, која је била “једина инстичиуција са иеиовима довољно дубоким да иоднесе ииај ризик”⁸⁾ (R. T. Parry, 1997). Америчка Комисија користи широке надлежности не само за спречавање формирања системског ризика, него је и саставни део управљања кризама финансијског тржишта. Она је, на пример, у кризи тржишта 1987. године, деловала заједно са централном банком, FED, на отклањању последица слома тржишта, 19. октобра 1987. године (“Црни понедељак”), како оне не би изазвале кризу кредитног система и привреде уопште.

7. Bob Woodward, Maestro – Greenspan’s FED and the American Boom, Simon and Shuster, New York, 2000.

8. Robert T. Parry, The October ’87 Crash Ten Year Later, FRBSF Economic Letter, 97 – 32, October 31., 1997.

SEC је, са своје стране, суспендовала тржиште, посебно за блок трговину, отворила стечајне поступке над низом берзанских посредника и појачала контролу инвестирања.

Ова криза, која је донела губитак инвеститорима од преко 800 милијарди долара (кроз тзв. ефекат богатства – односно пада очекиваних приноса инвеститора услед пада цена финансијских инструмената), била је веома снажна манифестација системског ризика. Слично је FED поступио и септембра 1998. године, у случају кризе ликвидности највећег светског инвестиционог фонда, LTCM (Long Term Capital Management), која је претила да угрози не само америчко, него и светско финансијско тржиште. Овога пута, SEC није могла да интервенише, јер се хед фондови, као облик инвестиционог фонда, региструју ван јурисдикције САД, управо да не би дошли под удар регулативе SEC, LTCM је имао инвестициону стратегију која је рачунала на могућности зараде од нормалних флукуација у приносима другорочних обвезница, али се колебљивост приноса изузетно повећала као последица кризе руског финансијског тржишта. Са пласманима у обвезнице – активом од око 126 милијарди долара, фонд није могао да обезбеди ризике са капиталом који је био мањи од 2 милијарде долара; левериџ је износио 55 : 1 (односно активе према капиталу); левериџ је од почетка 1998. до септембра те године, када су се појавили знаци неликвидности, повећан на поменути износ са 28 : 1, јер су инвеститори повукли средства због ризика руске кризе. Када је постало очито да ће ова институција доживети колапс, FED је прискочио у помоћ, присиљавајући 14 највећих светских банака, кредитора LTCM, да продуже кредитне линије и тако спасу ову инвестицију.

Законодавства која регулишу област финансијског тржишта, односно тржишта хартија од вредности у другим земљама, такође познају надлежности комисија за хартије од вредности у заштити тржишта од системског ризика. Може се навести неколико примера. Немачки закон о финансијским инструментима предвиђа, у оквиру надлежности Савезног надзорног уреда за трговину хартијама од вредности (Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel), и следеће: *“Савезни надзорни уред, као део функција које су му одређене, сиречаваће нежељени развој трговине хартијама од вредности, који може негативно утицати на нормално вођење трговине хартијама од вредности или пружање основних или дојунских инвестиционих услуга, или који може имати за резултат озбиљне поремећаје на тржишту хартија од вредности. Федерални надзорни уред може издавати наредбе које су усмерене или су неопходне за елиминисање или сиречавање нежељених покова”*⁹⁾. У Великој Британији, функција надзора и контроле над финансијским тржиштем, банкарским системом и осигурањем поверена је јединственој институцији - *Financial Services Authority (FSA)*. У обављању надлежности регулатора, изричито је као задатак ове институције поменута заштита тржишта од системског ризика¹⁰⁾. Заједно са заштитом инвеститора, овај разлог регулисања сто-

9. Gesetz über den Wertpapier Handel – WpHG, 09.10.1998.

10. FSA, Meeting our Responsibilities, London, August 1998, p. 10.

ји у основи “како за надзор, иако и за регулацију обављања послова и контролу тржишта и берзи”. По речима *Howarda Dawiesa*, председника FSA, заштита од системског ризика има више аспеката:

“Ми желимо да будемо сигурни да можемо проценити опасност по стабилност тржишта која би могла проистећи из ризика с којим је суочена било која од институција коју регулишемо, или из промена у међународном окружењу. Није само финансијски колапс тај који може угрожити поверење у тржиште. Широка злоупотреба тржишта може бити исто толико озбиљна. То може бити и финансијски криминал било које врсте су његови облици озбиљни, било које врсте је широко системски заступљен”¹¹).

Јапан такође познаје, као и Велика Британија, јединствено регулацију. У оквиру *Financial Services Agency*, као владине контролне агенције у области финансија, постоји посебан Уред за надзор, који се стара о контроли тржишта, кроз надзор и инспекцију. Мере за спречавање системског ризика односе се на:

- у оквиру система “раног кориговања”, Биро доноси наредбе које садрже мере за побољшање стандарда адекватности капитала, како би се спречио колапс финансијских институција;

- у случају колапса финансијских институција, осигурава стабилност финансијског система кроз промтне интервенције и прецизно управљање кризом;

- обавезује све финансијске институције на потпуно обелодањивање података о кредитима несолвентним дужницима¹²).

Закон о тржишту хартија од вредности Русије из 1996. године, међутим, не спомиње заштиту од системског ризика. У члану 38., који се односи на основе регулација тржишта наведено је да се државно регулише тржиште хартија од вредности остварује кроз:

- утврђивање обавезних захтева везаних за пословање емитерата, професионалних учесника на тржишту и стандарда,

- регистрацију емисија и проспеката и њихову контролу,

- лиценцирање обављања послова,

- утврђивање система заштите права власника и контрола поштовања ових права,

- спречавање обављања делатности без лиценце¹³).

Чињеница да руско законодавство није имало уграђену заштиту од системског ризика дошла је до изражаја у управљању кризом финансијског тржишта у Русији, у току 1998. године.

Криза финансијског тржишта Русије може се анализовати са становишта околности у којим криза настаје, њених обележја и последица, али и домашаја регулативе и улоге регулаторног органа.

11. Howard Davies, *The Role of Financial Regulators in Promoting Financial Stability*, IOSCO Conference, Stockholm, 2001.

12. FSA, *General Informations*, Tokyo, 2002, p. 13.

13. Federal'ny zakon ot 22. aprelya 1996. g. N 39-FZ “*O rynke cennyh bumag*”.

Криза руског финансијског тржишта, испољена у августу 1998. године, била је, с једне стране, последица финансијске епидемије која се зачела у азијским земљама годину дана раније а, с друге стране, унутрашњим узроцима везаним за развој руског финансијског тржишта. Утицај азијске кризе није био непосредан, јер се трговински и финансијски односи Русије са овом групом земаља могу сматрати незнатним, већ посредован активношћу иностраних инвеститора који су их сматрали за земље једнаког ризика (тзв. country-risk или суверени ризик).

Унутрашњи узроци кризе, међутим, били су много израженији. Они су се, углавном односили на кризу јавног дуга¹⁴), која је била узрокована великим обимом задужења државе и либерализацијом краткорочног кретања капитала.

Задуженост државе била је последица високог буџетског дефицита, односно несразмере фискалних прихода и расхода, пошто су фискални приходи били изузетно ниски. Стога је држава прибегла емисији државних обвезница (краткорочних ГКО). Сталне емисије ових обвезница, ради покрића дефицита али и рефинансирања раније емитованих хартија од вредности, имале су за последицу и сталан раст каматних стопа које су оне носиле. Почетком 1998. године, унутрашњи дуг износио је 19,4% бруто друштвеног производа, а средином 1998. године достигао је износ од 15,6% БДП. Фискални капацитет државе за отплату тог дуга био је недовољан, јер су отплате раније емитованих обавеза достигле половином 1998. године 10 – 15% БДП, односно више него што су износили месечни приходи федералног буџета. У току лета 1988. године, каматне стопе на ГКО кретале су се у распону од 70 до 90% на годишњем нивоу¹⁵). Страни инвеститори могли су куповати државне обвезнице и износити остварену добит у иностранству. То је стварало велики притисак на девизне резерве Русије. Централна банка, међутим, није могла интервенисати на тржишту креирањем додатне ликвидности, јер је морала поштовати услове из аранжмана са ММФ о вођењу рестриктивне монетарне политике, нити је вршила девалвацију рубље, јер би то ослабило прилив капитала из иностранства и проузроковало повлачење иностраних инвеститора.

Страни инвеститори су, ипак, почели да се повлаче са руског тржишта, сматрајући да је сувише ризично јер је рубља прецењена и могло се очекивати да ће девалвирати. Криза је кулминирала 17. августа 1998. године. Држава је девалвирала рубљу за 35%, обустављане је трговина ГКО и OFZ, уведена је тромесечна мораторијум на отплату иностраних дугова руских банака и принудно је реструктурисан јавни дуг на 2005. годину за ГКО и 2018. годину за OFZ. Државне мере имале су за последицу слом финансијског тржишта. *“У таквој ситуацији, манифестовао се драматични пад обиму трговине корпоративних хартија од вредности (тржиште је замрзнуто) и скоро потпуни губици њихове ликвидности”*¹⁶).

Имајући у виду карактер и обим системског ризика који је кумулисан, као и ограничена законска решења, руска Федерална комисија за хартије од вредности

14. Federal'naya komissiya po rynku cennyh bumag, Godovoi otchet, 1998., Moskva, 1999., str. 17.

15. Aleksandr Potemkin, Virtual'naya ekonomika, Infra, Moskva, 2000., стр. 114-135.

16. ФКСВ, Исто, стр. 20.

имала је мале могућности утицаја. Кризом је, у ствари, управљала влада и Централна банка Русије, и то недовољно ефикасно. ФКСВ је предузела одређена антикризна решења ради заштите професионалних учесника на тржишту хартија од вредности и колективних инвеститора, а такође и да оствари низ мера за враћање поверења у руско финансијско тржиште, заштитом инвеститора и подизањем нивоа транспарентности информација на финансијском тржишту. Решења Комисије: привремена обустава трговине финансијским инструментима, укидање лиценци за обављање делатности, јачање транспарентности финансијског извештавања у краћим роковима, обустава емисија акција, јачање финансијске дисциплине, контрола учесника, јавна упозорења носиоцима монетарне политике, и сл. Она, међутим, нису могла да спрече избијање кризе, нити да утичу на њену оштрину.

Савремени приступи решавању проблема системског ризика захтевају сложене мере унапређења законодавства и координираног деловања различитих регулаторних органа. Нове тенденције регулативе иду у три правца:

- прво, обухватања целине финансијског система јединственом регулативом. Овај принцип остварује се формирањем једног регулаторног тела, надлежног за финансијско тржиште, банкарски систем и осигурање. Јединственим регулисањем обезбеђује се потпунија заштита од системског ризика, без обзира у ком сегменту се он кумулисао. Јединствено регулисање инвестирања присутно је у Великој Британији, Јапану и још неколико земаља;

- друго, спречавање кризних тенденција остварује се координацијом активности државних органа који су одговорни за монетарну, фискалну и спољно-економску политику. Савремене кризе показале су да није довољно контролисати само процес инвестирања, уколико монетарна, фискална, девизна и спољно-економска политика нису усклађене. У условима интегрисаности националног тржишта и повезаности светског финансијског тржишта, поверење инвеститора одржава се и стабилношћу националне валуте, равнотежом буџета и адекватном либерализацијом краткорочног кретања капитала. Стога је неопходна сарадња носилаца економске политике. У Великој Британији, ова сарадња институционализована је кроз Трипартитни стални комитет, формиран потписивањем Меморандума о сагласности Bank of England, FSA и Министарства финансија, чији је задатак да процењује могућности настанка системског ризика, односно криза, без обзира да ли је она резултат околности на домаћем или светском тржишту. Сличан споразум између Централне банке, Надзорног уреда за финансијско тржиште и Министарства финансија потписан је и у Немачкој.

- треће, у оквиру *Међународне организације комисија за хартије од вредности*, IOSCO, која настоји да хармонизује правила регулисања, надзора и контроле националних финансијских тржишта, публиковане су "смернице" националне контроле, које укључују заштиту тржишта од системског ризика. IOSCO сматра да ефикасна национална контрола финансијског тржишта почива на три циља регулативе: заштита инвеститора; обезбеђење поштеног, ефикасног и транспарентног

тржишта; смањење системског ризика. Задаци регулативе у области смањења системског ризика дати су у виду следећих препорука:

1) Мада се не може очекивати од регулаторног органа да спречи финансијски колапс финансијски колапс финансијских посредника, регулисанање треба да тежи смањењу ризика колапса (што укључује и захтеве за контролом капитала и интерне контроле). Када се упркос томе догоде тешкоће, регулација треба да тежи смањењу последица таквог колапса и посебно, да покуша да изолује ризик који се односи на дату институцију. Финансијски посредници треба стога, да буду подвргнути адекватној и трајној контроли капитала и другим пруденцијалним захтевима. Ако је то неопходно, финансијски посредник треба да буде у могућности да обустави своје пословање без губитака по клијенте или контрапартнере или без друге системске штете;

2) Преузимање ризика је нужно за активно тржиште и регулатива не треба да гуши легитимно преузимање ризика. Насупрот, регулатори треба да унапређују и дозволе ефективно управљање ризицима и обезбеде да регулаторни захтеви који се односе на капитал и други захтеви буду довољни да обезбеде адекватно преузимање ризика, дозволе апсорпцију одређеног обима губитака и спрече прекомерни ризик из пословања. Нужан је ефикасан и тачан процес клиринга и салдирања, који је на одговарајући начин под контролом и који користи средства за ефикасно управљање ризиком;

3) Мора постојати ефикасан и правно сигуран систем реализације стечаја;

4) Одговор регулатора на тржишне поремећаје треба да буде усмерен на олакшање домаће и међународне стабилности финансијског тржишта, кроз међународну сарадњу и размену информација између регулатора¹⁷⁾.

Југословенско финансијско тржиште, у неразвијеним облицима у којима се данас налази, веома је рањиво на системски ризик, али је исто толико осетљиво и на кредитни ризик. Наиме, у постојећем законодавству и подели надлежности надзора над целином пружања финансијских услуга, могућа је кумулација системског ризика, који се пре свега може изразити као криза ликвидности. С друге стране, не постоје развијени механизми, нити довољна информативна инфраструктура, за оцену кредитног ризика, тако да су озбиљне опасности од претеране задужености појединих учесника на финансијском тржишту.

Посебно осетљив на ризике је сегмент краткорочног финансијског тржишта, и то у сегменту емисије и промета комерцијалних записа. Овај финансијски инструмент, чије је емитовање на развијеним финансијским тржиштима “привилегија” само навећих и кредитно најспособнијих корпорација, у домаћој пракси могу емитовати и мале фирме, сумњиве кредитне способности. Додатну опасност по стабилности тржишта чини одсуство контроле овог сегмента (контроле адекватности капитала берзанских посредника, контроле изложености – односно отворених позиција, недостатак регистра промета, и сл.). У развијеним земљама ову кон-

17. IOSCO, Objectives and Principles of Securities Regulation, 1998., pp. 6-7.

тролу обављају централне банке, јер је реч о компонентама понуде новца; Народна банка Југославије требало би да следи такву оријентацију.

У припремама нових закона о финансијском тржишту потребно је посебно размотрити начине контроле системског ризика, јер одредбе о томе у Закону о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима не постоје. Преурањено би било инсистирати на формирању јединственог регулаторног органа који би регулисао банкарску област, финансијско тржиште и осигурање, посебно текуће активности Народне банке Југославије да санира банкарски систем и постави га на тржишну основу. Међутим, мора постојати тесна координација НБЈ, Савезна комисије за хартије од вредности и финансијско тржиште и Министарства финансија у контроли процеса инвестирања.