

*Мр Милош Јанковић,  
Генерални секретаријат Савета министара СЦГ, Београд*

## **Слобода воље и регулација тржишта хартија од вредности**

### **Резиме**

*Полазећи од премисе да је савремено тржиште хартија од вредности глобално тржиште, које подразумева слободу воље учесника, али и снажну регулацију, аутор посматра развој и међусобну условљеност ових процеса. Истакнути су основни трансформациони трендови тржишта и наглашена потреба међународне координације, кроз поштовање интернационалних циљева, принципа и методологије регулације. Реч је о нужности активне комуникације регулатора и тржишта хартија од вредности. Указано је на потребу и правце даље модернизације домаћег законодавства, укључујући и подзаконску регулативу, у складу са регулативом ЕУ.*

**Кључне речи:** *слобода воље, регулација, финансијско тржиште, хартије од вредности.*

### **Уводне напомене**

На савременом тржишту хартија од вредности дошло је до огромних промена, изазваних економским развојем и глобализацијом финансија, укључујући и крупне финансијске потресе и кризе. То је захтевало потребу појачане државне регулације, јер је тржиште хартија од вредности у ствари тржиште поверења. Највише

вредности овог тржишта су честитост и отвореност емитената и посредника, на чему се заснива поверење инвеститора и свестрани развој тржишта.

Постоји парадокс да држава регулише тржиште, али тиме истовремено и штити тржиште. Бизнис, тако, с једне стране, критикује државу, а с друге стране, тражи државну подршку и заштиту. Ради се, дакле, о тесној узајамној повезаности државе и тржишта хартија од вредности и чињеници да нема алтернативе државној регулацији овога тржишта.

Историја развијених земаља бележи следећу закономерност: у почетним фазама развоја тржишту се даје слобода за раст, у противном оно се просто неће развити. Касније, када тржиште узме маха, неопходна је јача државна регулација – преко Комисије за хартије од вредности. Она, својим ауторитетом регулатора и способношћу да "законе претвара у живот" доношењем подзаконских аката, остварује улогу не само полицајца, већ и покровитеља укупног тржишта хартија од вредности. Тиме, уз помоћ саморегулаторних институција, обезбеђује спокојност и слободу воље инвеститора и професионалних учесника тржишта.

У условима реформи и транзиције на тржишну економију постоји потенцијална опасност конфликта између Сциле слободног тржишта хартија од вредности и Харибде државне регулације, која се супроставља стихии тржишних сила. У савременом свету, међутим, држава и тржиште не могу једно без другог. Они се допуњавају и представљају две стране једне медаље: власти и бизниса.

Баланс слобода и регулације треба да буде садржан у концепцији целовитог развоја домаћег тржишта хартија од вредности на основама страног искуства, домаће традиције, као и циљева и принципа међународне регулације.

## 1. Савремено тржиште хартија од вредности

Савремено тржиште хартија од вредности је далеко од његове класичне дефиниције – као места на коме се сусрећу понуда и тражња, на коме делују стихијне силе које воде нестабилности.

Данас је то тржиште високо организовани механизам, који генерише, али и релативизује бројне ризике одговарајућим инструментима и методама регулације.

Као незамењив инструмент прогреса (јер нетржишне економије нису успеле) оно обухвата бројне организоване структуре учесника: емитенте, инвеститоре, професионалне посреднике, инфраструктурне институције и регулаторне органе.

Карактеристике савременог тржишта хартија од вредности под утицајем су снажних трансформационих процеса, од којих издвајамо следеће:

(1) *Глобализација* – стални раст и повезивање националних тржишта у једно – међународно тржиште, у чијој основи су хартије од вредности транснационалних компанија,

(2) *Информационо – технолошка револуција* која мења архитектуру тржишта непрекидним двадесетчетворчасовним трговањем у систему електронског тржишта и Интернета.

(3) *Пораст конкуренције и дерегулација*, чиме се бришу границе између банака, осигуравајућих друштва и берзанских посредника – генерације инвеститора замењују генерације штедиша.

(4) *Перманентне иновације* финансијских производа, (обвезнице, акције, деривати и др. ) система трговања (берзанско-ванберзанско) и инфраструктуре тржишта (нове институције).

(5) *Секјуритизација* – трансформација кредита у утрживе хартије од вредности, уз значајну улогу парадржавних агенција<sup>1)</sup>

(6) *Стандардизација наднационалне регулације* и јачање потребе за координацијом тржишта хартија од вредности.

Слобода воље учесника на тржишту хартија од вредности у креирању и трговини појединим финансијским инструментима креће се у овим оквирима, мотивисана профитабилношћу и минимизирањем ризика односно сигурношћу. Разуме се, све ово у границама постављеним регулацијом. Јасно је да "слобода" пословања једног капиталисте не сме да уништи капитализам, односно финансијски систем у целини.

## 2. Нужност и форме регулације

Тржиште хартија од вредности императивно захтева највиши степен регулације у поређењу са другим тржиштима (роба и услуга), због асиметричности информација (професионални учесници увек располажу са више информација од инвеститора у хартије од вредности) и специфичности хартија од вредности у односу на робу (роба се може разгледати, опипати, пробати и бирати). Регулација подразумева нормативно-правну базу и самосталност регулатора, али пре свега, свест о неопходности и значају државног утицаја.

Ради се о новој филозофији регулатора која треба да обезбеди ефикасност и финансијску стабилност, кроз активну комуникацију и сталну размену информација са тржиштем. Уместо раније улоге тумача прописа, односно административног контролора и доминантно репресивног органа на тржишту, сада се регулатор све више ослања на економске инструменте. Уместо забрана и квантитативних ограничења, сада се користе квалитативни механизми управљања ризиком. Од регулатора се захтева да буде "корак испред" догађаја на тржишту, да антиципира промене и даје праве одговоре, кроз адекватан баланс интереса појединих учесника и општег интереса регулаторне заједнице односно економије и друштва у целини.

Укупна регулација на тржишту хартија од вредности се схвата као комбинација више метода: (1) *макро* – државне регулације, (2) *мезо* – саморегулације професионалних учесника на тржишту, (3) *микро* – унутрашње регулације субјеката

1. Детаљније о карактеристикама секјуритизације у књизи Милош Јанковић, *Хиџокеарно тржиште – развој финансијских механизма стамбене изградње*. Београд: Чигоја штампа, 1999. године.

(сопственим актима и правилима), (4) *друшћивене* регулације (јавно мњење) и (5) *стиољне* регулације преко *међународних стиандарда*.

Отворено је питање степена регулације: *иревелика* државна регулисаност води неефикасности тржишта, док *йодређулисаности* тржишта води слому, који се циклично понавља. Прерасподела регулаторних надлежности, као и избор адекватног модела регулације зависи од достигнутог степена развоја тржишта и "зрелости" његових учесника. Познато је да су САД још од 1933. године акценат ставиле на модел државне регулације, док Велика Британија традиционално преферира модел регулације преко самоорганизације-асоцијација професионалних учесника и берзи.<sup>2)</sup>

Савремени процеси регулације укључују *йруденицијалну* регулацију – ризика, адекватности капитала, ликвидности, солвентности и др, као и *ситруктуралну* регулацију активности различитих учесника на тржишту.

### 3. Базични циљеви регулације

Полазећи од потребе уједначавања правила трговања, регулативе и надзора националних тржишта хартија од вредности *Међународна орђанизација комисија за хартије од вредности* (IOSCO) је 1998. године у Најробију утврдила *Циљеве и йринципие ређулаииве йтржишћиа хартија од вредности*. Ради се о глобално прихваћеним стандардима на којима треба да се заснивају, како национална законодавства тржишта хартија од вредности, тако и улога регулаторних органа. Ставови и препоруке IOSCO су фактички обавезујући за све комисије земаља чланица (168), међу којима је и наша Комисија за хартије од вредности.

Базични *циљеве* регулације тржишта хартија од вредности односе се на: (1) заштиту инвеститора, (2) обезбеђење поштеног, ефикасног и транспарентног тржишта и (3) смањење системског ризика.

*Зашћићиа инвесићићора* од неправичних и преварних поступака остварује се правилима понашања професионалних учесника, која се дефинишу законом, адекватним инструментима обезбеђења и посебно транспарентношћу односно поштовањем јавности приликом прве јавне понуде акција путем проспекта.<sup>3)</sup> Проспект мора да садржи комплетну информацију о хартији и њеном емитенту, како би се инвеститору омогућило доношење правилне аутономне одлуке о улагању. Комисија даје дозволу за објављивање проспекта, али она не проверава тачност информација и бонитет емитента, већ за случај нетачних података предузима санкције. При томе треба правити стриктну разлику између јавне понуде и маркетинга емитента.

2. Опширније Бошко Живковић, Дејан Шошкић, "Основне *концејције нових закона о финансијским йтржишћићима*" Београд: Економски анали, 2001. година.

3. Недавно је изнет податак да грађани Немачке годишње губе 20 милијарди ЕУР-а због преварних радњи или лошег инвестиционог саветовања.

*Интегрирање тржишта* посебно се "брани" забраном инсајдер трговине, односно вођењем инсајдер истрага услед малверзација и повреде прописа, а у циљу јачања поверења инвеститора у тржиште. У том смислу обезбеђује се чврста сарадња комисије са органима гоњења.

*Редукација системског ризика* реализује се пруденцијалним стандардима, контролом продора спекулативног капитала, спречавањем домино ефекта, диференцијацијом ризика и спречавањем слома тржишта, који изазива нестабилност целог финансијског система. У условима великих турбуленција и финансијских криза, епидемија се преноси с једног на други крај света, што показују примери и лекције скорашњих криза у земљама са бурним развојем финансијског тржишта (мексичка 1994, азијска 1997., руска 1998., бразилска 1999.).

#### 4. Принципи регулације

Листа *основних 30 принципа* IOSCO регулације тржишта хартија од вредности, сврстаних у *осам група*, које треба укључити у наш правни живот, даје се у целини, због актуелности адекватне имплементације у нашој земљи (у законском и подзаконском смислу).

*Група А. Принципи који се односе на регулаторни орган (1-5)*

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.

*Група Б. Принципи саморегулативе (6-7)*

6. Регулаторни режим треба на адекватан начин да користи саморегулаторне организације (СРО) које су одговорне за одређени директан 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 поштења и поверљивости приликом *извршавања овлашћења и задатих одговорности*.

*Група Ц. Принципи за спровођење регулативе за хартије од вредности (8-10)*

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.

*Група Д. Принципи за сарадњу на пољу регулативе (11-13)*

11. Регулаторни орган треба да има овлашћење за размену и јавних и нејавних 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.

*Група Е. Принципи за емисије (14-16)*

14. *Мора да постоји поштурно, 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 прихваћеног квалитета.

*Група Ф. Принципи за колективне инвестиционе шеме (17-20)*

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 вредности 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.

*Група Г. Принципи за тржишне посреднике (21-24)*

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 инвеститоре и обуздао системски ризик.

#### *Група Х. Принципи за секундарна тржишта (25-29)*

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 манипулације и других непоштених пракси трговања.

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

#### *Група И. Принципи за клиринг и салдирање (30)*

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

Национални системи за надзор не могу сами да одговоре захтевима међународно повезаних тржишта. Због тога је међународна сарадња постала императив - прослеђивање релевантних информација странијој комисији за хартије од вредности. Сарадња у оквиру Европе има за циљ учвршћивање заједничког правног оквира који регулише тржиште хартија од вредности, кроз доношење и измене директива ЕУ. У том смислу значајна је сарадња у Форуму европских комисија за хартије од вредности (*FESKO*) основаним 1997. године од стране Комисија 17 европских земаља, са циљем размене информација и искуства, развоју регулаторних стандарда у међусобној испомоћи у надзору.

Значајну улогу игра сарадња комисија балканских земаља, као и билатерална сарадња са надзорним органима појединих земаља.

## 5. Стандардизација - Методологија IOSCO за имплементацију

Принципи IOSCO "освежени" су, недавно, 27. 02. 2003. године методологијом за њихово правилно спровођење, на основу разматрања извештаја и процене спровођења принципа на Годишњој конференцији у Истанбулу, маја 2002. године.

Методологија не мења нити проширује принципе. Принципи су постављени као широк оквир за регулацију, укључујући регулацију (а) тржишта хартија од вредности, (б) посреднике који послују на том тржишту, (ц) емитенте хартија од вредности и (д) менаџмент и операције колективних инвестиционих шема.

Генерални став је да адекватност имплементације зависи од степена развоја и комплексности тржишта. Често не постоји само један коректан ("прави") приступ питању регулације. Законодавство и регулативна структура варирају између надлежности и одражавају стање локалног тржишта и историјског развоја. Начин на који јурисдикција имплементира циљеве и принципе из ове методологије мора узети читав домаћи контекст укључујући релевантне правне и комерцијалне оквире.

Како се користи методологија?

Ова методологија третира сваки принцип регулације у детаље. Она поставља кључна питања која су одређена сваким принципом и даје одговоре релевантне за процену и вредновање нивоа имплементације сваког принципа.

Методологија предвиђа да ће процењивачи створити основе за тестирање да ли су циљеви и принципи адекватно испуњени из две перспективе: (1) законске перспективе-идентификовањем моћи и ауторитета поверених регулатору, релевантних оквира примењивости закона, правила и програма или процедура које служе за имплементацију онога што чини оквир регулације хартија од вредности у јурисдикцији и (2) из перспективе примене ових овлашћења и ауторитета у пракси, документовањем или мерењем, статистиком, интервјуисањем регулатора, регулисаних фирми, тржишних учесника, како се овлашћења и обавезе садржане у закону спроводе и да ли је спровођење релевантног оквира ефективно. Сudeћи са правне тачке гледишта, важно је разумети основну правну структуру надлежности, а из емпиријског аспекта да регулаторни процеси морају бити фино и пажљиво дизајнирани. То је снажна, најновија порука IOSCO и нашим законописцима.

Важно је нагласити да, приликом процене примене, принципи који се односе на уважавање регулатора, као и спровођење сарадње треба да буду променљиви у свим јурисдикцијама, без обзира на развој тржишта.

## 6. Ново домаће законодавство

Крајем прошле године, после дужих најава, по доста хитном поступку, на савезном нивоу, донет је Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената ("Службени лист СРЈ", бр. 65 од 2002. год), са применом од 01. јуна текуће године.

Цитирани закон имао је за циљ модернизацију регулативе, иако је – истини за вољу – наша Комисија за хартије од вредности примљена у IOSCO на бази два до сада важећа закона: Закон о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима и Закон о хартијама од вредности из 1994-95-е године. Ваља, такође, приметити и да су САД, данас најразвијенија земља света, своје базичне законе из ове области донеле пре пуних седам деценија (Закон о хартијама од вредности 1933., Закон о берзама 1934. ), након велике економске кризе и да, уз мање измене (поправке) учињене 1965 и 1975. године, ти закони важе и данас-у времену Интернета. Та дуговечност закона обезбеђена је тиме што су тада Комисији за хартије од вредности и берзи дата велика овлашћења да подзаконским актима регулише тржиште. Ови закони и јаке институције омогућили су брз развој америчког финансијског тржишта у дугом периоду.<sup>4)</sup>

Политичко опредељење наше земље за приступ ЕУ, олакшава и одговарајућу хармонизацију наше регулативе са директивама ЕУ које се односе на област хартија од вредности и берзанског пословања.

Наш нови Закон о тржишту хартија од вредности има више новина које се односе на снажнију ( законску) позицију Комисије за хартије од вредности, као регулатора са већом самосталношћу и овлашћењима надзора, контроле, давању дозвола, лиценцирању, превенцији и предузимању санкција.

Третирано је и питање проспекта емитента – јавна понуда хартија од вредности, као и услови за пословање берзи, берзанских посредника, централног регистра и других учесника на тржишту. Спречавање злоупотребе повлашћених ( инсајдер ) информација, шпекулативних појава, манипулативне праксе, формирање фондова за заштиту инвеститора такође чине нормативно - правну новину.

Ипак, остаје један број питања која законски нису довољно или нису прецизно регулисана, што се може превазићи одговарајућом редифиницијом појединих одредаба закона, најављеним доношењем закона на републичком нивоу или подзаконским актима – правилницима Комисије за хартије од вредности.

У циљу заокруживања законске регулативе у области хартија од вредности неопходно је доношење закона о инвестиционим фондовима, закона о хипотеци (залози), закона о привредним друштвима, на чему се већ ради - као и извршити хармонизацију односно измене низа других закона.<sup>5)</sup>

При томе треба имати у виду упозорење дато у Белој књизи намењеној земљама у транзицији да се хармонизација *не састоји у преписивању решења* из зако-

4. Ваља подсетити да је први председник америчке Комисије за хартије од вредности и берзе био Џон Кенеди, отац будућег председника САД Џона Ф. Кенедија. У току кризних седам година (1934 - 40-а) председник САД Ф. Рузвелт "произвео" је 13 именована чланова Комисије ( која као и наша броји 5 чланова). Захваљујући стабилном развоју данас је чланство продужено и на два мандата. Слична законистост забележена је и у нашој земљи у периоду транзиције – од оснивања Комисије пре 13 година именовано је шест председника (М. Милутиновић, С. Дабић, В. Огњановић, М. Јанковић, В. Рајковић и Б. Живковић).

5. За потпунију информацију видети књигу Мирка Васиљевића. Привредна друштва – домаће и упоредно право. Београд: Удружење правника у привреди СРЈ, 1999. године.

нодавства Европске уније, као и да најнапреднији прописи неће имати смисла без доброг функционисања надзорних органа.

### Закључне напомене

Разматрање трансформационих трендова савременог тржишта хартија од вредности показује да су успешан развој тржишта ( на основу слободне воље учесника) и добра регулација узајамно повезани – "иду руку под руку".

Другим речима, за ефективно функционисање тржишта хартија од вредности пресудан значај има правно обезбеђивање слободне реализације тржишних принципа. При томе је неопходно: (1) стварање одговарајуће правне базе која ће да подржи основне услове функционисања тржишта, (2) обезбеђење "правила игре" и гарантовање поштовања тих правила свим учесницима, (3) стварање и подршка инфраструктури за слободно тржишно функционисање.

Нова домаћа регулатива тржишта хартија од вредности подразумева савремене законе али и адекватна позаконска акта Комисије за хартије од вредности, на чему се управо ради у експертским тимовима. Реч је о избору практичних модела који највише одговарају нашој стварности.

У времену великих промена, изазова и шанси од великог националног значаја биће коришћене стручне и научне мисли, али и образовање и едукација широких слојева становништва – као потенцијалних учесника на нашем тржишту хартија од вредности.

**Miloš Janković, L.L.M.**

**General Secretariat of the Council of Ministers SCG, Belgrade**

### Freedom of Will and Regulation of Securities Market

#### Summary

*Starting from the premise that modern securities market is a global market, that means freedom of will of its participants, but also strong regulation the author examines the development and interdependence of these processes. Main transformational market trends are pointed out and the need of international coordination is emphasized through recognition of international goals, principles and regulation methodology. It involves the necessity of active communication of regulators and securities market. The necessity and directions for further modernization of domestic legislation (laws and regulations included) in line with EU regulation are pointed out.*

**Key words:** *freedom of will, regulation, financial market, securities*