

*Проф. др Вук Огњановић
Институт за тржишна исцраживања, Београд*

Заштита инвеститора у хартије од вриједности – неки битни аспекти и приоритети

Резиме

Историја финансија привредних друштва, као и историја тржишта капиталa, потврђује, да је повјерење инвеститора у тржиште и његове инструменте, главни фактор који покреће развој финансијских тржишта, те посебно тржишта вредносних папира. Механизми и инструменти су важни, али је још важније и пресудније увјерење инвеститора, да цијелина правног, облигационог и моралног система, широм оне који свој новац инвестирају у индустрију хартија од вриједности. Због тога је, а и због високих захјева на подручју развоја акционарства, заштите инвеститора у хартије од вриједности, први приоритет у мукој изградњи финансијских тржишта у земљама у развоју и земљама у транзицији.

Кључне ријечи: *заштита инвеститора, финансијско тржиште, акционарство, корпоративно управљање, пословна етика, регулатори тржишта.*

Комплекс система о заштити инвеститора, као и смисао стандарда и регулаторних активности које су иманентне јавном интересу и модерним концепцијама закона о тржишту хартија од вриједности, подразумевају најмање **пет незаобилазних регулаторних циљева:** потпун и поштен приступ, сређено и транспарентно тржиште, брзо и тачно издавање дозвола и салдирање трансакција, забрана незаконитог руковођења и незаконитих трансакција, и избјегавање некоректне конку-

ренције у примјени и остваривању одређених циљева. Ово је сложен и правно разуђен систем. Масовно присуство и трговина са хартијама од вриједности и другим инструментима на савременим тржиштима капитала, само повећава «температуру» одговорности за уређивање ових сложених односа.

У основи, то подразумева уређивање **организације тржишта, затим система посредовања у трансакцијама, те посебно регулисање процедура које олакшавају процес доношења одлука о инвестирању** (обавеза да се инвеститору представе информације о емитенту као и о самој хартији од вриједности). Заправо, потребно је уредити **принципе јавне трговине хартијама од вриједности**, регулисати тржиште и положај акционарских друштава, затим посредничке услуге и одговорности брокерских кућа, као и позицију берзе и регулисаног ванберзанског тржишта. У том контексту, битни су и оквири коришћења повјерљивих информација, могући маневарски простор за манипулације са цијенама, као и врло специфична одговорност за објављивање непотпуних или лажних информација повезаних са увођењем хартија од вриједности у јавно трговање.

Иначе, више релевантних елемената потенцира **значај институционалног развоја и јачања надзорног капацитета** у циљу заштите инвеститора у хартије од вриједности. Рецимо, снажне финансијске либерализације на међународном тржишту финансијских услуга и појављивање нових банкарских производа. Или, савремено и контроверзно ширење информационих система и електронског начина плаћања, односно банкарске преваре, прање новца и тероризам. И не само то, већ и многи други појавни облици незаконитих трансакција. Управо због тих, а и других разлога, **правно успостављање инфраструктуре** за заштиту инвеститора у хартије од вриједности, као и за успостављање релевантних регулатора у индустрији финансијских услуга, али и на подручју саморегулативних организација, објективно је широк, тежак и сложен процес.

1. Принципи заштите инвеститора у хартије од вриједности

У досадашњој пракси, односно у реформисању и изграђивању финансијских тржишта у земљама у развоју и транзицији, још увијек нема адекватне и неопходне примјене **принципа регулативе** на тржишту хартија од вриједности. Тај процес тече споро, и углавном зависи од контроверзних политичких ситуација у овим земљама.

Без много аналитичког напора, може се закључити, да је у нашој актуелној (домаћој) законодавној структури, видљиво **одсуство праве и потпуне стратегије за заштиту инвеститора у хартије од вриједности**. Анализом принципа за заштиту инвеститора, те и критичким компарацијама са присутним решењима, то се најбоље може потврдити.

1. 1. Главни принципи - **принципи за регулаторе, нису ни инаугурисани, ни промовисани**. То се посебно односи на подручја: адекватних овлашћења главних регулатора, односно о потреби да регулатор буде оперативно независан и одговоран за

извршавање својих функција и овлашћења. А затим и на подручје поштовања највиших професионалних стандарда, стандарда повјерљивости посебно.

Поред тога, циљеви заштите инвеститора и забрана незаконите праксе, не могу бити у потпуности остварени уколико је регулатива о хартијама од вриједности детерминисана само на берзанске трансакције, или трансакције које се остварују путем овлашћених финансијских међупосредника. Уосталом, увијек ће бити безскрупулозних особа које се ангажују у трансакцијама које су незаконите и ван организованог тржишта. Било је више примјера (у нас, али и у Русији, Румунији, Албанији) рушења повјерења инвеститора незаконитим трансакцијама које нису (претходно) дате на увид институцијама од ауторитета, или их те институције нису уопште одобриле.

Управо због тога, овај принцип комплементарно обухвата и подручје **саморегулативе**. Наиме, успостављање саморегулативних организација је неопходно у здравим и ефикасним концепцијама финансијских тржишта. Иначе, ове организације треба да су под контролом главних регулатора, тј. да поштују стандарде поштења и повјерљивости у извршавању овлашћења која су им повјерена (делегирана).

1. 2. Примјена **принципа извршења регулативе хартија од вриједности**, драматично се запоставља. Регулатори немају свеобухватна овлашћења извршења, односно потпуна инспекцијска, истражна и надзорна овлашћења Једноставно, актуелни системски – законодавни оквири, нису отворили могућност да главни регулатори изграде ефикасно и повјерљиво коришћење инспекције, тј. истраге, надзора и процедуре извршења.

1. 3. **Принципи сарадње у регулацији** такође нису афирмисани. Регулатори хартија од вриједности треба да имају овлашћења за размјену јавних и нејавних информација са домаћим и иностраним регулаторима, тј. да су овлашћени да граде и установе информативни механизам који омогућује рационалну и ефикасну размјену информација. Истовремено, овај принцип сарадње подразумева да домаћи регулаторни систем, пружи адекватну помоћ страним регулаторима у истрагама, у извршењу функција, и у другим критичним процедурама.

Овај принцип би могао бити рационално повезан и са **обавезама емитената** хартија од вриједности да у потпуности, правовремено и тачно објављују финансијске и друге информације које су битне за доношење одлука инвеститора у хартије од вриједности. Наравно, и са примјеном рачуноводствених и ревизорских стандарда у међународно прихватљивом квалитету. Најзад, посебно је важно, да се акционари корпорација третирају коректно и на равноправан начин.

1. 4. **Принципи у вези колективних инвестиционих шема** су вишеструко занимљиви у концепцијама ефикасне заштите инвеститора у хартије од вриједности.

Регулаторни систем треба да има стандарде за лиценце и регулацију оних који желе да тргују или послују као колективна инвестициона шема, односно да обезбеди правила која уређују структуру колективних инвестиционих шема (те и имовину клијената). Исто тако, регулаторни систем треба да установи захтјеве и стан-

дарде за објављивање информација које су релевантне за процјену стабилности инвестиционих шема. Ови захтјеви и стандарди, уобичајено је, треба да буду исти као и за емитенте хартија од вриједности.

1. 5. **Посредници на тржиште** вредносног папира имају озбиљне, специфичне, јасне, па и пресудне одговорности за заштиту инвеститора у хартије од вриједности. Ради тога што посредници имају примарну одговорност у заштити интереса клијената, то и захтјеви за њихово «конституисање» морају бити оштри и цијелиходни.

Регулациони систем треба да инаугурише **високе стандарде за улазак посредника** на финансијско тржиште. Прије свега на питању почетног и основног капитала, као и прописивањем пруденцијалних услова усклађених са ризицима које посредници преузимају. Исто тако, висок приоритет у концепцији овог принципа, има и потреба да се прецизно утврди процедура за случајеве у којима посредници праве пропусте одређених радњи на тржишту хартија од вриједности. Циљ би био да се на рачун имовине посредника, минимизирају штете и губици инвеститора у хартије од вриједности, односно «омекшају» системски ризици.

1. 6. **Принципи за секундарно тржиште** такође су битни за заштиту инвеститора у хартије од вриједности, као и за поремећаје на финансијском тржишту уопште.

Систем трговања, као и размјена вредносног папира, морају бити подвргнути строгом режиму одобрења и надзора од стране регулаторних органа. Регулациони систем треба да обезбеди и афирмише транспарентност трговања, односно да посједује способност да открива и спречава манипулације и непоштену праксу на тржишту. У том контексту, овај принцип посебно наглашава захтјев да се адекватно регулише велика «изложеност» ризика од доцње у извршавању обавеза и и поремећаја на тржишту. У истом смјеру, тј. на смањење системског ризика за инвеститоре у хартије од вриједности, дјеловаће и адекватан, ефикасан и ефектан систем клиринга и салдирања трансакција са хартијама од вриједности.

2. Ефикасна заштита инвеститора подразумева ширу дефиницију хартија од вриједности

Очигледно је међутим, да се са овом или оваквом идентификацијом основних принципа, **не исцрпљује подручје релевантних елемената за заштиту инвеститора** у хартије од вриједности. Поготову стога, што обезбеђивање одређених индикација и информација о тржишту хартија од вриједности, инсистира на **широј дефиницији појма «хартија од вриједности»**. Наиме, велики број незаконитих финансијских трансакција, веома често укључује инвестиције које су структурисане са циљем да избјегну законе који се односе на хартије од вриједности.

2. 1. **Шира дефиниција хартија од вриједности**, садржи све традиционалне карактеристике капитала, односно дужничких хартија од вриједности. Заправо, мо-

дерна концепција дефиниције укључује, између осталог, и неке друге аспекте и индикације реалних збивања на тржишту хартија од вриједности.

У том контексту, посебно се инсистира са укључивањем у капацитет дефиниције неколико релевантних аспеката, као што су:

- различитим поводима лимитирани партнерски интереси, те интереси при лимитираним одговорностима корпорација (посебно транснационалних компанија);
- сертификати о претходној организацији или упишу за хартије од вриједности, те гласачки повјерљачки сертификати, и сертификати о депозиту за хартије од вриједности;
- права, опције и овлашћења за куповину хартија од вриједности;
- евиденције о незадужености;
- сертификати о интересу или учешћу у било каквом профитном (деобном) споразуму;
- гаранције за хартије од вриједности;
- инвестициони уговори или инвестиционе шеме у којима одређене особе инвестирају у заједничке пословне аранжмане са разумним очекивањем профита који је изведен напорима предузимача и менаџера.

Чињеница је, да овај комплекс није лако уредити. Због тога је, и у вези са тим, **најбоље решење – дискреционо право регулаторима** у третирању (или изузимању) посебних типова хартија од вриједности, и то у оквиру и по основу специфичних и флексибилних одредби закона.

2. 2. Направити разлику између хартије од вриједности и других комерцијалних и финансијских инструмената, објективно није увијек лако. Посебно и због тога, што је коришћење одређених финансијских инструмената повезано са широком структуром трансакција комерцијалних банака, односно и трансакција које се не односе на хартије од вриједности.

Међутим, **рационална (а и шира) концепција дефиниције** за хартије од вриједности, **не би могла да укључује** неке инструменте као: инструменте којима се тргује искључиво међу банкама (када у процедуру није укључено питање заштите инвеститора), нетрансфербилне облигације о регулативи домаће банке или штедионице, осигуравајуће полисе које су емитоване од регулативне домаће осигуравајуће компаније, и чија вриједност полисе није «у односу» са вриједношћу хартија од вриједности. Истом логиком ове садржине односа, ни назнаке емитоване поводом примарних трговинских или потрошачких трансакција, не би биле укључиване у оперативну дефиницију хартија од вриједности.

3. Добро корпоративно управљање и заштита инвеститора

Корпоративно управљање је необично важан фактор у концепцијама управљања акцијама као главним инструментом у структури хартија од вриједности. Односно, како је стварање вриједности за акционаре у директној вези са циљевима добре праксе корпоративног управљања, то је од суштинске важности да тржиш-

те и учесници на њему (котирана привредна друштва, регулатори, брокери, и др.) буду рационално и транспарентно регулисани ради обезбеђења правилне заштите инвеститора у хартије од вриједности.

3. 1. Менаџерима и оснивачима, у концепцијама доброг корпоративног управљања, природно се намеће неколико подручја за предузимање мјера у циљу заштите инвеститора.

То су прије свега: **мјере за заштиту мањинских акционара** (одредбе о спречавању тзв. разводњавања, обавезујуће понуде и минимална цијена понуде), затим **обавезно и благовремено обелодањивање знатног холдинга акција, односно јавних тендера** (нпр. више од 10% у току периода од два или три мјесеца), те и мјере које гарантују да сви акционари имају **равноправан приступ информацијама**.

Важне су и мјере за **заштиту од злоупотреба тржишта од стране инсајдера** (што подразумева регулисано пословање свих инсајдера), а и мјере које се тичу **гласања** (да су сви акционари у могућности да гласају). Најзад, и мјере за **усклађивање интереса**, тј. мјере о посједовању акција и опција од стране директора, о зарадама менаџера, морају се рационално структурирати.

3. 2. Корпорације са добрим и кохерентним системом управљања, обично имају боље резултате, већу заштиту инвеститора и бољи третман на берзи. Занимљиво је, да је корелација између доброг корпоративног управљења и добрих резултата на берзи, израженија у земљама са slabим правним системима - тамо гдје је више простора за злоупотребе права акционара. Односно, **корпорације могу дијелом амортизовати утицај slabих законских решења, ако својим интерним актима успоставе рационалну концепцију доброг корпоративног управљања**. Самим тим, и да побољшају заштиту инвеститора у њихове хартије од вриједности.

4. Пословна етика и заштита инвеститора у хартије од вриједности

Заштита инвеститора у хартије од вриједности у савременим тржишним привредама, остварује се ефикасном и објективном правном регулативом и контролом. Ипак, историја развоја тржишта хартија од вриједности потврђује, никад није било могуће установити регулациони систем који не би могао бити «преварен». Због тога је, тим трагом и тим поводом, увијек било актуелно питање афирмације и **актуелизације етичких вриједности у пословању**. И то, почев од обичајног права, преко стандардизације и кодификације етичких принципа, до ригорозних казни за њихове прекршиоце.

Основни етички принципи у трговању финансијском имовином и хартијама од вриједности, у основи су исти као и на другим подручјима пословања и понашања привредних јединица на тржишту. У бити, ови принципи су непосредно условљени квалитетом природног понашања појединаца и привредних јединица наспрам осталих актера на тржишту.

Поштовање и примјена етичких вриједности, подразумева заштиту интереса оних који штеде, депонују или улажу у куповину вредносних папира. У тој концеп-

цији, од посебног значаја су: **принцип обостране користи и интереса** (ниједан од партнера не треба да има осјећање преварене или изигране стране), те **принцип изграђеног међусобног пословног повјерења**, који обично садржи и добре (поште-не) намјере, али и висок степен **пословног компромиса** и пословне толеранције.

Ове чистокрвне етичке принципе, у савременим условима, снажно подржавају двије моћне полуге, односно **стандардизација финансијских производа**, па и вредно-носних папира, те **кодификација принципа пословне етике**. У **садејству са офици-јелним регулационим државним системима**, ово су снажни подупираци консеквен-тне примјене пословне етике и њених вриједности у здравим концепцијама зашти-те инвеститора у хартије од вриједности.

*** **

Из представљене аналитичке и критичке анализе дијела елемената ситуације на изузетно важном и виталном подручју заштите инвеститора у хартије од ври-једности, могуће је извести бар **три поуздана и битна закључка**.

1. Брз и контроверзан равој финансијских тржишта и тржишта хартија од вриједности, ствара потенцијално опасан «коктел» агресивних финансијских трго-вина «лукавог новца», спекулативних инвеститора и крајње сложене финансијске инструменте и инвестиционе шеме. Ова збивања и турболенције, учесници или намјерници на финансијским тржиштима, често и не разумију до краја. Управо због тога, интернационализована савремена финансијска тржишта, за висок прио-ритет истичу **међународну координацију цјелине релевантних политика** на питањима рационалне изградње транспарентних регулаторних националних и мултилате-ралних система, у циљу ефикасне заштите инвеститора у хартије од вриједности.

То су и главни разлози, што је правно успостављање инфраструктуре за заш-титу инвеститора у хартије од вриједности, као и за успостављање компетентних регулатора у индустрији финансијских услуга и саморегулативних организација, тежак, мултидисциплинаран и сложен процес.

2. Три пројекције: основни принципи заштите инвеститора (принципи за регу-латоре, принципи извршења регулативе, принципи сарадње у регулацији, принци-пи за колективне инвестиционе шеме, принципи за посреднике и секундарно тр-жиште), те принципи доброг корпоративног управљања и етички принципи, чине основни садржај **постојане концепције за заштиту инвеститора** у хартије од ври-једности. Та концепција међутим, у контраверзним савременим збивањима на до-маћем и међународном тржишту финансијских производа, подразумева, **иновира-ну и ширу дефиницију хартија од вриједности**.

3. Одсуство праве и потпуне стратегије и регулативног система за заштиту ин-веститора у хартије од вриједности у актуелној домаћој јурисдикцији, није тешко идентификовати. Заостајање на том подручју, за земље у развоју и земље у тран-зицији, евидентно је изузетно скупо.

Ради тога, уз омекшавање и смањење некомерцијалних – политичких ризика у инвестирању, као и са изграђивањем демократских политичких структура, **мора се хитно градити здрава и међународно хармонизована концепција заштите инвеститора у хартије од вриједности.**

Једноставно, ефикасним и благовременим дејствима у неколико релевантних (и назначених) блокова активности, земља мора градити и **изградити реалну, некорумпирану и ефикасну концепцију инвестиционе културе**, тј. заштите инвеститора у хартије од вриједности. Самим тим, градиће се поуздане основе за утемељење дјелотворних економских и финансијских аранжмана и пословних коалиција у **функцији развоја тржишта капитала и финансирања**, више него неопходног, **домаћег економског раста и развоја.**

Prof. Vuk Ognjenovic, Ph.D.
Institute for Market Research, Belgrade

INVESTOR PROTECTION IN SECURITIES – SOME IMPORTANT ASPECTS AND PRIORITIES

Summary

The background of economic societies, as well as of capital markets confirms that the investors' confidence in market instruments is the main driving force in financial markets development and particularly securities market. The mechanisms and instruments are important, but more important and decisive is the investor's certainty that law, debenture and moral system on the whole protects the one who invest in securities industry. For this reason, as well as for high requirements in shareholding development sector the investors' protection is of the highest priority in a difficult task of creating financial markets in development and transition countries.

Key words: *investors' protection, financial market, shareholding, corporate governance, business ethics market regulators*