

Mr Милош Јанковић
директор у УББ¹⁾

Правна регулација тржишта хартија од вредности и заштита инвеститора

*"Тржиште, слично Господу Богу,
помаже онима, који помажу сами себи"*
Ворен Бафет

Резиме

У овом раду аутор анализира значај правне регулације за заштити инвеститора на тржишту хартија од вредности. Аутор посебно разматра следећа питања: повезаност процеса развоја тржишта хартија од вредности и усавршавања регулације, облике нормативно-правне регулације, основне системе и моделе регулације у свету, улога регулације на смањење инвестиционих ризика и регулативну структуру у Србији.

Аутор коначно закључује да је за даљи развој нашег тржишта хартија од вредности и заштити инвеститора нужно унапређивање и изградња целиовитог система регулације.

Кључне речи: *тржиште хартија од вредности, регулација, право, заштити инвеститора.*

1. Четврти председник Комисије за хартије од вредности и финансијско тржиште

1. Уводне напомене

Актуелност теме односа правне регулације и заштите инвеститора везана је за проблеме брзог развоја тржишта хартија од вредности у нашој земљи, након више-деценијског одсуства.

Хартије од вредности, посебно акције из приватизације, појавиле су се као нова врста робе, са својим специфичним својствима и захтевима регулације, како би се заштитила нова врста субјеката на тржишту-инвеститори.

Систем законодавства које регулише ово тржиште је стално усавршаван, али његови недостаци дају могућности за угрожавање интереса и права инвеститора. Под *системом ефективне правне регулације* треба разумети укупност нормативно-правних аката (основних и повезаних закона, подзаконских аката и сл.) и њиховог спровођења у пракси, у циљу заштите имовинских и других *грађанско-правних* односа на тржишту. Тржиште хартија од вредности је *најрегулисаније* од свих тржишта, због сложености односа, обима трансакција, инвестиционих ризика и асиметричности информација (емитент и професионални учесници знају више о конкретној хартији од вредности од инвеститора). Стога, регулација мора да обухвати *све* финансијске *инструменте* и *све* учеснике на тржишту хартија од вредности. За заштиту инвеститора особиту важност има *државна политика*, обзиром да се држава појављује на тржишту и као *највећи зајмопужилац* (државне обвезнице) и као *највећи држалац и продавац* акција предузећа и банака.

Посебно истичемо тенденцију да у развијеним земљама са стабилним тржиштима хартија од вредности, поред *правне*, расте улога *етичке* регулације (пословни обичаји и честитост у бизнису) и *друштвене* регулације (утицај јавности на регулатора и понашање учесника на тржишту).

2. О повезаности развоја тржишта и усавршавања регулације

Домаће тржиште хартија од вредности је ушло у нову фазу развоја, као део финансијског тржишта, заједно са тржиштем банкарских кредита и девизним тржиштем.

Однос између кредитног тржишта-банкарских кредита и тржишта хартија од вредности, као извора финансирања предузећа, зависи од модела финансијског система. При томе, ефективна регулација је обавезна да обезбеди циљ заштите инвеститора и улагача.

Од јесени 2004. године ММФ класификује све земље (175), према степену развоја тржишта хартија од вредности, на: развијене (29) и остале (146) -у формирању и развоју.

Достигнути развој тржишта хартија од вредности мери се финансијском дубином економије, растом и структуром инструмената и институција, као и ефективношћу регулације- адекватношћу законодавства, његове примене и улоге регулатора у заштити инвеститора и стабилности система.

Савремене светске тенденције у правцу развоја процеса глобализације, дерегулације, секјуритизације, приватизације и концентрације, као и јачања институционалних инвеститора довеле су до нових могућности развоја, али и нових ризика инвеститора и проблема регулације.

Након финансијских криза (Азијска, Руска, Бразилска и др.), када су инвеститори претрпели огромне губитке, дошло је до реформе регулаторних система, у правцу јачања мониторинга и контроле различитих финансијских институција (банке и учесници тржишта хартија од вредности) стварањем *меѓарегулатора*, који контролишу укупан финансијски систем земље из једног центра. Интересантно је да ова новотарија не само да није потекла, већ се ни данас не дискутује о њеној примени у земљи са најразвијенијим тржиштем хартија од вредности-САД.

Компјаративни и историјски приступ неким страним искуствима у регулацији тржишта хартија од вредности и заштити инвеститора у најразвијенијим земљама (пре свега у САД, Великој Британији и Немачкој), може бити од изузетне користи, док се искуства земаља у транзицији не могу узети као нарочито узорна, због примарне улоге тржишта да обезбеди прераспodelу својине у процесу приватизације, уз ниску капитализацију тржишта акција и друштвеног бруто производа. "Невидљива рука тржишта" (Адама Смита) не би успела у овим земљама да оптимизује развој и заштити инвеститоре, без снажне помоћи система државне регулације.

У *систему* регулације тржишта хартија од вредности кључне улоге имају *законодавац, регулатор* (са правом примене права) и *судови*. Изузетно брз развој економије и тржишта стално води до проблема регулације-хроничног недостатка закона и права у заштити инвеститора, као главне фигуре на тржишту хартија од вредности. Због тога је након Велике економске кризе 1929. године, стварањем државног регулатора-Комисије за хартије од вредности и берзе (SEC) изабран приступ упоредне примене *закона и креирања подзаконских акција* (норми које нису прецизиране законом, али које могу боље изнутра да оперативно реагују на измене услова функционисања тржишта хартија од вредности и заштиту инвеститора). Тако је Комисија у САД добила улогу опуномоћника, као "секундарни законодавац", чиме се може објаснити и дуговечност закона-више од седам деценија, док се у земљама транзиције (у Србији, такође) још "не осуши мастило" усвојеног закона, траже његове измене или сасвим нови закони. Сами инвеститори су заинтересовани за ефикасну државну регулацију, која треба да обезбеди не само развој, већ, пре свега, опстанак и самог тржишта. Дакле, *државно регулисање* треба да обезбеди економски *либерализам*, конкуренцију и *заштити инвеститора*. Због тога држава не сме да дозволи да се улога Комисије за хартије од вредности своди на улогу "ноћног стражара", већ "фудбалског судије", који не утврђује правила игре, али их спроводи у духу дефинисаних циљева и правила. Другим речима, између економског либерализма и државног регулисања, постоји *чврста међузависност* којој је циљ ефикасно функционисање тржишта и његових механизма, уз чврсте регулаторне норме и системску регулацију. Главни ефекат регулације

треба да буде у усавршавању услова инвестирања, побољшању положаја и заштите инвеститора.

3. Међународна регулација: заштита инвеститора-врховни циљ

Наведени светски глобални трендови и кризе на тржиштима хартија од вредности довели су до великих промена и у најразвијенијим земљама (САД, земље ЕУ и др.), што је појачало значај *наднационалне регулације* сложених тржишта хартија од вредности. У том смислу, од посебне важности је огроман рад на општим стандардима и унификацији од стране међународних организација, посебно Комитета за банкарски надзор Банке за међународне обрачуне (BIS) и Међународне организације комисија за хартије од вредности (IOSCO). У оквиру ЕУ створен је (1997) Форум европских комисија за хартије од вредности (FESCO).

Значајан је био актуелни приступ регулације банкарског сектора, са чврстим пруденцијалним захтевима у погледу: 1) висине минималног капитала, 2) процедура и методама надзора у управљању ризицима и 3) тржишној дисциплини (тзв. Базел II). Овај приступ обезбеђује смањење појединачних ризика, али и тзв. системског ризика на тржишту хартија од вредности. Аналогија по значају Базелском комитету је Међународна организација комисија за хартије од вредности (IOSCO), која је 1998. године усвојила документ "Циљеви и принципи регулације тржишта хартија од вредности", уз нову редакцију и методологију праћења 2002. године.

Према IOSCO, *три* међусобно повезана *циља* регулације, укључују: (1) заштиту интереса инвеститора, (2) обезбеђење транспарентности и праведног утврђивања цене инвестирања, (3) смањење системског ризика. Дакле, заштита инвеститора је примарни циљ регулације тржишта хартија од вредности. Достицање тога циља подразумева остварење следећих *мера регулације*:

- а) сталну отвореност и доступност информација инвеститору на основу дефинисаних стандарда, ради доношења инвестиционих одлука,
- б) регулацију емисије хартија од вредности,
- ц) сузбијање манипулација на тржишту,
- д) забрану инсајдерске трговине,
- е) заштиту интереса мањинских инвеститора у процесима спајања и припајања,
- ф) чврсто регулисање рада инвестиционих менаџера.

За реализацију циљева, IOSCO је разрадио *30 принципа* регулације, сврстаних у осам група (регулатор, саморегулација, примена права, сарадња, емитенти, институције колективног инвестирања, тржишни посредници и секундарно тржиште).²⁾

2. Опширније у Милош Јанковић "Слобода воље и регулација тржишта хартија од вредности". Београд: Право и привреда, бр.5-8,2003. , као и www.iosco.org

4. Облици нормативно-правне регулације

Заштита инвеститора реализује се кроз две основне правне форме, и то:

1. *Законодавну регулацију*- кроз различите гране права (компанијско, грађанско, законодавство о тржишту хартија од вредности и о инвестиционим фондовима, о стечају и ликвидацији, о рачуноводству и ревизији, о преузимању привредних друштва, о банкама, осигурању и др.),, при чему се свуда дефинишу права инвеститора и механизам њихове заштите. То подразумева адекватну конекцију и усаглашеност свих закона, како не би било сукоба самих закона.

2. *Примена права*-кроз реализацију законских норми у циљу заштите инвеститора, и то:

- а) у судском поступку,
- б) *Подзаконском* и надзорном улогом регулатора,
- ц) улогом *професионалних учесника* на тржишту и самих инвеститора.

Разуме се, судски облик заштите захтева веће трошкове и време, тако да би водећу улогу требало да имају друга два наведена механизма. При томе се све већи акценат ставља на трећи облик заштите инвеститора од стране *професионалаца*, уз *еџичке санкције* које имају јачи значај за кршење закона и стандарда. Коначно, улога финансијског тржишта у економији директно зависи од степена заштите инвеститора показала су бројна истраживања. Оне земље које нису заштитиле инвеститоре осуђење су на кризе, мању улогу тржишта хартија од вредности и слабији економски раст.

Заштита инвеститора има посебан значај за *мале приватне инвеститоре*, који представљају основну инвестициону базу сваког националног тржишта капитала (тако у Јужној Кореји 8, 3% становништва су инвеститори у хартрије од вредности, у Јапану 26, 6%, док у САД само у акције инвестира 48, 2% домаћинстава). У Србији у акције инвестира свега неколико хиљада грађана, док је већина продала бесплатно добијене акције из приватизације.

5. Основни системи и модели регулације

Да би се на тржишту капитала реализовао пун економски либерализам, државна регулација на овом тржишту мора да буде далеко жешћа, због потребе очувања права својине и заштите интереса инвеститора.

Развој тржишта хартија од вредности издвојио је *две основне групе земаља*, односно система регулације, са становништва *сићена јачине регулације*, и то:

1. *Чврста регулација*, која прописује детаљна правила понашања професионалних учесника и емитената, детаљне процедуре пословања у стандардизованим ситуацијама и жестоку контролу за поштовањем правила и процедура. Најчвршћу регулацију и највеће тржиште хартија од вредности у свету имају САД (овај модел следили су Јапан и Француска).

2. *Мека регулација*, дуго времена, све до 1990-их година, била је карактеристична за Велику Британију. Подразумевала је поштовање чврстих правила регу-

латора тржишта, уз активно коришћење саморегулације тржишних учесника-поштовање правила и добрих пословних обичаја.

Данас све развијене земље подижу степен јачине своје државне регулације на тржишту хартија од вредности (повећање снаге власти регулатора уз ширење њихових овлашћења), а *мека регулација* се задржава само у *земљама* са тржиштима хартија од вредности у *развоју*. Ове тенденције су присутне нарочито у Европи, са доношењем директива ЕУ, стварањем мегарегулатора на тржишту хартија од вредности, који узима на себе раније функције саморегулаторних тела. Савремена улога регулатора тржишта хартија од вредности у новој концепцији је драстично порасла, због тога што је он способан да адекватно и оперативно реагује на брзе промене и активности на тржишту у циљу заштите друштвених и интереса инвеститора-широког круга грађана. Овај *природни жестиоке регулације* тржишта хартија од вредности представља *природну везу регулатора и демократских извора власти-грађана*, за разлику од система дерегулације, где се део надлежности регулације преносио на саморегулаторне учеснике на тржишту, који су често-заслепљени својим профитним интересима-наносили штету интересима широких слојева инвеститора.³⁾

Захтев за *жестиоком* регулацијом никако не значи угрожавање принципа либерализације тржишта. Напротив, то је неопходан *услов слободе за инвестицијоре*.

Извесну дијалектичку противуречност између либерализације и регулације тржишта хартија од вредности треба схватити тако да либерализација тржишта за инвеститоре значи: пуну дисциплину и регулацију професионалних учесника, с једне, као и емитената хартија од вредности, с друге стране. Другим речима, чврста државна регулација је услов сине љау нон слободе тржишних процеса и заштите инвеститора. Ми, на основу теорије и професионалних искустава, тржишту и његовим механизмима признајемо примат, али истичемо да је државна регулација (и то чврста и системска), услов без кога нема организованог тржишта хартија од вредности (већ стихижног), као услова развоја економије.

6. Утицај регулације на смањење инвестиционих ризика - искуства САД и ЕУ

На тржишту хартија од вредности не постоји ни један финансијски инструмент, који не носи већи или мањи степен ризика. *Без ризика не би било ни самог тржишња хартија од вредности, ни њихове заштите инвеститора*.

Сама заштита инвеститора, у ствари, значи *минимизирање* ризика инвеститора.

Улога регулатора по овом аспекту инвестирања састоји се у томе да инвеститор не изгуби својину или оствари губитак као последица понашања појединих тржишних учесника, који користе обмане и манипулације.

3. Слободан Перовић. Природно право и универзалне вредности, Правни живот, бр 9, 2005.

Разуме се да регулатор тржишта хартија од вредности није дужан да заштити инвеститоре од сталних инвестиционих ризика, који су везани за промене макроекономских и политичких фактора, који утичу на тржиште хартија од вредности. Од укупне палете инвестиционих ризика регулатор тржишта хартија од вредности непосредно утиче на: 1) *инсјурменције*-емисију и промет хартија од вредности и 2) *инсјурменције*-професионалне учеснике на тржишту, у оквиру индустрије хартија од вредности. Није случајно што су прва два закона у САД-1933. и 1934. године донета са тим називима-предметом регулације.

Овде ће мо навести неке карактеристике регулације тржишта хартија од вредности у САД и ЕУ.⁴⁾

1. САД су поставиле основе савременог система регулације тржишта хартија од вредности пре више од седам деценија, кроз *два нивоа*: први, државни-преко Комисије за хартије од вредности и берзе и други, саморегулаторни- преко асоцијације професионалних учесника. Овај систем је правно постављен кроз *два закона*: 1) *Закон о хартијама од вредности* из маја 1933. године-који регулише примарно тржиште, емисију акција и транспарентност информација за инвеститоре и 2) *Закон о берзама* из 1934. године-који регулише секундарно тржиште-промет и учеснике и који је створио државни регулаторни орган Комисију за хартије од вредности и берзе (SEC) и дао јој, између осталог, право да награди лице, које открије и дојави Комисији информацију о инсајдеру! Већ 1940. године донета су два нова закона:*Закон о инвестиционим компанијама* и *Закон о инвестиционим консултантима*, чиме је завршена ера активног законодавства у области хартија од вредности-тзв. Рузвелтов нови курс.

Све до 1950. године Комисија је остваривала своју улогу доста рутински и од тада за њу потиче израз "безуби тигар" и "игралиште за тренинг за правнике Волстрита".

У циљу заштите инвеститора од банкротства брокерско-дилерских друштава Конгрес је 1970. год. образовао *Корпорацију за заштити инвеститора*, као некомерцијалну организацију која је компензирала губитке инвеститора до 500. 000 УСД.

Прејравке у Закону о хартијама од вредности 1975. год. прошириле су овлашћења и санкције SEC према члановима берзе и NASD, као и клириншко-депозитном систему.

Током 1984. и 1988. године донета су два нова закона који јачају санкције *проштив инсајдера* (раније је SEC могла да конфискује само добит од инсајдерских информација, а по новим законима санкција је могла бити у висини троструке добити, а физичко лице кажњено затвором до 10 година).

Након скандала (компанија ENRON и др.) 2002. године донет је *Закон о реформи система рачуноводственог извештавања остворених друштва* и заштите инвеститора, који је суспендовао тј. заменио систем саморегулације и ојачао др-

4. О законима и регулацији ових тржишта хартија од вредности: www.sec.gov и www.europesefco.org

жавну регулацију, кроз Управу за контролу рачуноводствених извештаја компанија (подређену SEC) и постављање веће одговорности ревизорима и менаџменту фирме. Повећане су и казне за фалсификовање извештаја-затворске казне до 20 година, новчане казне за физичка лица до 5 милиона USD, а за правна лица до 25 милиона USD.

SEC има 5 чланова и 11 дивизија у оквиру стручне службе која има преко 4.000 запослених (од чега више од половине чине правници). Комисија годишње добије и обради преко 12 милиона страна докумената од преко 28.000 емитената, професионалних учесника и инвестиционих консултаната. Приходи Комисије за регистрацију проспекта емисије (0,02%) и трговине (0,03 од промета) чине више од једне милијарде УСД.⁵⁾ Судске казне по представкама Комисије (које чине око 250 милијарди УСД годишње) усмеравају се у федерални буџет.

SEC има "најгрознију" дивизију-контрола и санкције за кршење закона. Комисија може да заустави трговину неке хартије о вредности на 10 дана и затвори берзу до 3 месеца, као и да брокерима и консултантима забрани рад (привремено или трајно).

SEC је стекао репутацију и популарност међу инвеститорима (укључујући и грађане) и судовима, као заштитник инвеститора и закона. Због тога се судови налазе, по правилу, на страни SEC. Комисија се бави и истраживачким радом, преко свога Међународног института за развој тржишта капитала.

2. Европска унија је 1989. год. (касније од САД) донела *Директиву о трговини и коришћењу инсајдерских информација*, које су све земље чланице уградиле у своје законодавство, прописујући јаке санкције, укључујући и затворске казне.⁶⁾

Као одговор на консолидацију и савремени развој финансијског сектора, једна група земаља приступила је реформама у чијој основи је идеја *међарегулаторна*, односно јединственог регулатора свих учесника финансијског система (банке, тржиште хартија од вредности, осигурање, пензиони и инвестициони фондови и др.). У ту групу данас спадају развијеније земље-Велика Британија, Јапан, Немачка, Шведска, Норвешка, Финска, Данска, Канада, Аустралија, Јужна Кореја, као и Сингапур, Јужноафричка република и Мађарска.

Карактеристично је да у САД (из историјских, правних, географских, економских и других разлога) још увек успешно функционише више регулаторних органа за поједине сегменте финансијског тржишта.

7. Регулативна структура у Србији

Нормативно-правну базу српског тржишта хартија од вредности данас чине, недавно донета, четири основна закона:

5. Интересантно је да питање накнада Комисије у функцији заштите инвеститора, у свету најчешће постављају бивши председници тих Комисија.
6. Детаљније Небојша Јовановић, Право Европске уније о инвестиционим услугама, Право и привреда, бр. 5-8, 2006.

- Закон о привредним друштвима,
- Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмента,
- Закон о преузимању акционарских друштава,
- Закон о инвестиционим фондовима.

Поред ових носећих-матичних закона, од изузетне важности је конекција –повезивање са већим бројем других закона (о ревизији и рачуноводству, о приватизацији, о порезима, о антимонополском понашању, о банкама, о осигурању и др.), како право не би било извор противречности и проблема на тржишту хартија од вредности.⁷⁾ Систем актуелне регулације чини и више подзаконских аката Комисије, као и кодекса професионалних учесника на тржишту.

Закон о привредним друштвима 2004. донео је норме које омогућају регулацију процеса емисије акција и већу заштиту права акционара у погледу учешћа у управљању и исплати дивиденде, као и заштиту несагласних и тзв. малих акционара.

Закон о тржишту хартија од вредности из 2006. године установио је детаљне захтеве везане за јавну емисију и регистрацију хартија од вредности уз транспарентност информација (проспект на целој територији земље). Посебно је нов сегмент закона о инсајдерским информацијама и манипулативној пракси, уз санкције –привредни преступ. Закон врло детаљно регулише оснивање и рад инфраструктурних организација (берзе и Централни регистар), као и овлашћења регулаторног органа - Комисије за хартије од вредности. У односу на развијене земље, није адекватно регулисана обавеза сарадње других државних органа са Комисијом за хартије од вредности (НБС и министарства финансија, приватизације, правде, унутрашњих послова и др.), а све у функцији заштите инвеститора и развоја тржишта хартија од вредности. Бројни примери из наше праксе, доступни и најширој јавности, резултат су не координације државних органа власти. Законом није детаљно регулисано питање конфликта интереса, цене регулације, као и нека друга питања.

Закон о инвестиционим фондовима 2006. године је регулисао пословање отворених, затворених и приватних инвестиционих фондова на нашем тржишту хартија од вредности, иако се на његовој припреми и доношењу "радило" читаву последњу деценију, а у међувремену је дозвољено пословање страних инвестиционих фондова у функцији инвеститора. За сада је у Србији регистровано пет домаћих добровољних пензијских фондова и један инвестициони фонд, чиме је модернизована институционална структура и проширене могућности инвестирања на домаћем тржишту капитала.

7. Видети Мирко Васиљевић, Водич за читање Закона о привредним друштвима, Београд, Удружење правника у привреди СЦГ, 2004.

8. Закључне напомене

Заштитила инвеститора се налази у епицентру правне регулације тржишта хартија од вредности. Развој *економско-материјалне* основе тржишта императивно захтева усавршавање његове *нормативно-правне* регулације. *Историјски развој* и упоредне анализе искустава развијених земаља (САД и ЕУ) показали су да постоје различите правне форме, механизми и методе регулације, при чему је кључна и незамењива *улога државе*, преко Комисије за хартије од вредности и укупне државне политике на овом тржишту, које има огроман значај за развој економије и друштва.

Недавним доношењем неколико кључних закона и подзаконских аката везаних за функционисање домаћег тржишта хартија од вредности учињен је *нужан, али не и довољан* корак у правцу заштите инвеститора у Србији.

За успостављање целовитог и ефективног система регулације на нашем тржишту, које привлачи капитал за економски развој и штити инвеститоре, неопходно је хитно доношење научно засноване државне *Стратегије* даљег развоја тржишта хартија од вредности.

Msc Miloš Janković
Director in UBB⁸⁾

LEGAL REGULATION OF SECURITIES' MARKET AND PROTECTION OF INVESTORS

*"Market, similar to God
helps the ones who help
themselves "*
- Warren Buffett

Summary

In this work, the author analyses the importance of legal regulation for the protection of investors on the securities market. The author especially considers next issues: the connection between the securities market development process and regulation improvement, normative – legal regulation forms, basic systems and regulation models in the world, regulation influence on decreasing of investment risks and regulative structure in Serbia.

The author finally concludes that improving and building of the entire regulation system is necessary for securities market further development and investors protection.

Key words: *securities market, regulation, law, investors protection*

8. The fourth President of the Securities Commission and Financial market