

др Бранко ВАСИЉЕВИЋ
професор Факултета политичких наука Универзитета у Београду

Миона ДЕЛИЋ
дипломирани правник

ФИНАНСИЈСКА КРИЗА И РЕГУЛАЦИЈА

Резиме

Финансијску кризу ираји иојачана реулаиорна актиивности. Ова актиивности је свеобухватина и иреиендује да буде итрајна. Реулаиција је снажно међународно координисана и усмерена је на сиречавање ирекомерно иреузимања ризика на финансијском иржиштиу. Њен најважнији асиект ије реулисанање сисијемско иризика. Реулисанање сисијемско иризика имаће значајне иоследице и ио сирруктуру финансијско ирисијема у неким земљама. У реулисанању сиецифичних ризика, иосебна иажња иосвећена је јачању кайишала и ликвидности финансијских инстиициуиција. Ревизија иринципиа корпоративно иурављања који се односе на накнаде оиеративних директора ииребало би да доиринесе усклађивању њихових инштереса са инштересима акционара.

Кључне речи: финансијска криза, реулаиција, сисијемски ризик, ируденциона конијрола, корпоративно иурављање.

Прва финансијска криза у овом веку довела је до снажне државне интервенције, усмерене на отклањање њених последица, и регулаторног уређивања финансијског тржишта у циљу отклањања његових несавршености. У самој основи кризе и јесте било претерано ослањање на деловање овог тржишта као само – корективног механизма, које се испољило кроз нагласак на његовој саморегулацији, као и на рефлек-

сивни интерес акционара да финансијским институцијама управљају вођени интересом максимизације корисности. И ова криза је показала, прво, да су кризе инхерентан начин деловања тржишта на усклађивању индивидуалних и друштвених интереса и друго, да држава мора интервенисати уколико жели да избегне велике друштвене трошкове које криза неминовно доноси (у случају савремене финансијске кризе, ови трошкови су не само средства пореских обвезника, потрошена на враћање поверења у финансијски систем, него и стварни и потенцијални губитак инвеститора и реалних производних јединица).

Међу узроцима кризе у низу публикација истичу се смањена перцепција ризика на финансијском тржишту и тежња за максимизацијом приноса. У оба случаја, финансијске иновације или, боље речено, финансијска алхемија, биле су основни фактор који је давао илузију да се, с једне стране нагомилани ризици могу успешно релативизовати а, с друге стране, да се временски хоризонт максимизовања приноса може скратити. У таквим условима, развијен је снажан спекулативни мехур, који се претворио у финансијску кризу средином 2007. године.

Упоредо са интервенцијом усмереном на враћање поверења у финансијско тржиште, без кога оно не може нормално функционисати с обзиром на свој кредитни карактер, на националном и међународном плану присутна је регулативна активност држава у циљу отклањања уочених слабости финансијског тржишта и постављању оквира у којима оно може функционисати а да не испољи кризне манифестације.

Оно што је карактеристично за нови приступ односу тржишта и државе јесте наглашена тежња да држава остане трајни корективни фактор финансијског тржишта. На то упућују ставови регулатора, који истичу важност јавног интереса у регулацији, указују на то да је финансијски систем порастао до нивоа који је „*већи од социјалног оптимума*“ (Лорд Турнер, председник ФСА), оцењују да је пракса финансијских институција које више воде рачуна о награђивању руководиоца од кредитирања бизниса „*врста неодољивост која јасно говори да је реформа неопходна*“ (председник Обама), или указују да ако (америчке) финансијске институције улажу трилионе долара уштеда у неодрживи бум на тржишту некретнина, док истовремено не подржавају инвестирање у иновације, инфраструктуру и технологије будућности, онда је „*нешто неопозиво лоше у самом систему*“ (Т. Ф. Геитнер, амерички министар финансија).

Регулаторна интервенција, с обзиром на еволуцију финансијског тржишта и његове карактеристике, има глобални карактер. Он је остварен у оквиру Г-20, групе земаља која неформално координира развој светске привреде и која је формирала посебан ентитет за стандардизацију

финансијске регулативе – Одбора за финансијску стабилност (*Financial Stability Board*). Регулаторни органи преузели су део препорука овог Одбора¹ и уградили су их у национална законодавства; то не значи да су сва решења униформна, јер се води рачуна о националним особености-ма.

Основа регулативе је контрола ризика. То је и разумљиво, јер би интервенција која би угрозила максимизацију приноса била супротна самој природи капиталистичког система. Његовим ограничавањем нестала би дугорочна мотивација економских актера и сам систем тржишне привреде би био доведен у питање. Али, контрола ризика не значи и његову социјализацију; управо се у кризним моментима показало да неумерено преузимање ризика има као крајњу последицу губитак поверења у финансијске институције и потребу да држава санира капитал тих институција покривајући њихове губитке и на тај начин оствари социјализацију ризика. Контрола ризика значи поновно реафирмисање нормалне аверзије према ризику (*Risk – Return Trade Off*).

Пост-кризна регулатива има у виду различите нивое ризика и структурисана је тако да се на одговарајући начин односи према њима: *системски ризик* она настоји да регулише решавањем структурних обележја тржишта (обима финансијских институција, декомпозицијом делатности, спречавањем моралног хазарда); *специфични ризик* се контролише правилима пруденционе контроле финансијских институција (повећање обима капитала, прописивање правила ликвидности, промена начина надзора над пословањем) и, најзад, *рејутациони ризик* финансијских институција покушава се побољшати доградњом принципа корпоративног управљања.

Системски ризик је ризик који „*ујрожава цео финансијски систем (или бар његов велики део) а њо својим последицама и целу привреду*“.² Он настаје из специфичног карактера финансијског посредовања којег финансијске институције врше – рочне трансформације финансијске пасиве и активе и међусобне повезаности финансијских институција, како узајамним везама у обезбеђивању ликвидности, тако и поверењем инвеститора. Системски ризик је концентрисани ризик финансијског сектора. Он се манифестује у периодима кризе као општи „*јуриш на депозите*“ банака, уколико једна или више банака постану неликвидне; као општа неликвидност финансијског сектора ако све финансијске институције настоје да на тржишту обезбеде додатна средства и као про-

1 FSB, *Improving Financial Regulation – Report of the FSB to G-20 Leaders*, 25 September, 2009.

2 Alan S. Blinder, *It's Broke, Let's Fix It – Rethinking Financial Regulation*, FRB of Boston, 23 October, 2009.

блем ликвидације финансијских институција које имају значајан тржишни удео. У крајњој линији, манифестација системског ризика је губљење поверења у финансијски систем, које се манифестује у повлачењу инвеститора из финансијских институција, укључив и распродају финансијске активе уз општи пад њене цене.

Пре-кризна регулација није познавала регулативу системског ризика као посебни корпус регулативе, нити је означавала посебног регулатора који би се бавио питањима овог ризика. Стога, овај ризик није могао ни бити учињен транспарентним. Појаву системског ризика је веома тешко унапред предвидети, због карактера финансијског тржишта као мреже узајамно повезаних актера, растуће комплексности финансијских инструмената и изједначавање ризика у различитим сегментима тржишта. Томе доприносе и појаве моралног хазарда на тржишту, који се огледа у преузимању ризика који се не може покрити капиталом финансијских институција, посебно код оних за значајним тржишним учешћем, а које због склоности активирању системског ризика у случају тешкоћа санира држава новцем пореских обвезника или централна банка емисијом додатне ликвидности. У савременој финансијској кризи било је и других појава моралног хазарда: преузимање ризика у трговини са хартијама од вредности уз истовремено коришћење ликвидности централне банке; креирање сложених финансијских инструмената без задржавања дела ризика; давање инвестиционих савета и истовремено оцењивање квалитета финансијских инструмената у пракси рејтинг агенција и др. Тек када је пукао спекулативни мехур, који је формирао и увећавао системски ризик, овај ризик постао је транспаретан.

Пост-кризна регулатива бави се питањима *системског ризика* на функционалном и институционалном нивоу. Посебно обухватан је приступ у предложеној легислативи у САД и Европској унији.

У САД у фази усвајања у Конгресу су законски предлози којима се, у склопу јачања регулативе финансијског тржишта, регулишу и питања системског ризика.³ Посебно, ова област регулисања имаће значајне последице и по структуру укупног финансијског система САД. Предложено је, прво, ограничавање врсте послова које финансијске институције могу обављати: ниједна банка нити финансијска институција која поседује банку не може оснивати, улагати или спонзорисати фондове ризичног капитала (*Hedge Funds*) (тзв. „*Волкерово правило*“); такође, таква институција не може организовати трговину финансијским инструментима својим средствима (*Proprietary Trading*), већ то може чинити само у име и за рачун клијената. Ово решење је одговор на понашање финансијских компанија које су, у циљу стицања високих

3 US Treasury, *Financial Regulatory Reform – A New Foundation*, Washington, 2009.

профита у условима спекулативног мехура који је претходио кризи, преузимале велике ризике у трговини финансијским инструментима, ангажујући средства која су могла користити за кредитирање реалног сектора. Овакво понашање представљало је морални хазард због тога што су истовремено коришћени механизми осигурања од последица ризичног пословања којима је држава штитила банке – осигурање депозита, обезбеђивање ликвидности преко механизма зајмодавца у крајњој нужди централне банке (*Lender of Last Resort*) и имплицитна гаранција државе преко механизма пруденционог надзора над пословањем банака. „*Ми не можемо њрихватишии систѐм*, рекао је амерички председник Обама представљајући предложена законска решења, у коме акционари њправе новац из ових ојерација ако банка добије, а њорески обвезници њлаћају рачуне ако банка изњуби.“⁴ Истовремено, ово решење значи делимично враћање ранијој америчкој пракси поделе банкарског сектора на комерцијалне и инвестиционе банке која је, као резултат велике економске и финансијске кризе, постојала од 1933. године (*Glass-Steagal Act*) до 1999. године (*Gram-Leach-Bliley Act*).

Друго, предложено је ограничавање обима финансијских институција, односно спречавање даље консолидације америчког финансијског сектора: ниједна финансијска компанија не може да припоји или консолидује другу компанију или да стекне имовину, ако би то за резултат имало да њена консолидована пасива буде већа од 10% пасиве свих финансијских компанија. Предложено је и формирање Савета за надзор финансијских услуга, на челу са министром финансија, у чији састав улазе председници свих регулаторних институција на америчком финансијском тржишту. Он треба да се бави мониторингом ризика на финансијском тржишту, да анализира могуће преливање ризика између системски значајних финансијских институција а са њих и на тржиште и да упозорава на ту појаву. Савет може одлучити да ли обим, концентрација или међусобна повезаност појединих финансијских компанија представља „озбиљну њрењњу САД“ и у том случају може предложити ограничавање раста или мере за смањивање њихове величине. Такође је предложено и оснивање фонда за ликвидацију великих финансијских компанија које су у тешкоћама. Све ове мере значе ограничавање системског ризика којег може изазвати понашање великих финансијских компанија, чије тешкоће пословања могу изазвати озбиљну кризу на финансијском и реалном тржишту и које, због тога, држава увек спашава; то су финансијске компаније које су „исувише велике да би мојле њројасњи“ (*Too Big to Fail*). „Амерички народ неће бињи ојслуживан финансијским систѐмом који се састњоји само од неко-

4 „Full Text of Obama’s Remark on Financial Reform“, *Wall Street Journal*, 21.1.2010.

лико масовних фирми“, рекао је председник Обама у образложењу ових решења.⁵

Треће, с обзиром да нетранспарентно пословање са клијентима и могућност злоупотреба у пружању одређених финансијских услуга потрошачима, могу довести до активирања системског ризика, предложено је формирање Агенције за финансијску заштиту потрошача, која ће доносити правила и контролисати пословање финансијских институција у области хипотекарног кредита, кредитних картица и других финансијских „производа“, обезбеђујући тако сигурност корисника и транспарентност тржишта.

Четврто, регулисане су и логистичке институције финансијског тржишта, посебно оне које се баве клирингом и салдирањем дериватних финансијских инструмената. У ову област регулације спада и регулисање рејтинг агенција, као једног од носилаца моралног хазарда у функционисању финансијског тржишта пре кризе. Овим институцијама се забрањује истовремено давање мишљења о рејтингу и пружање саветодавних услуга, дужне су да се региструју код надзорних органа, да обелодањују поступак рејтинговања и примењену методологију, али и се и препоручује надзорним органима да у анализи кретања на тржишту смање ослонац на рејтинг агенције (сличне прописе о контроли рејтинг агенција, као и фондова ризичног капитала, предложила је и Европска унија).

Европска унија је у оквиру пост-кризног законодавства покушала да оствари даљу хомогенизацију правила јединственог финансијског тржишта, предлажући централизацију управљања системским ризиком на нивоу Уније. У том циљу су коришћене препоруке Групе високог нивоа, на чијем је челу био Жак де Ларозијер (некадашњи генерални директор Међународног монетарног фонда), која је препоручила начине управљања макро и микро регулацијом и надзором над пословањем финансијског тржишта.⁶ У оквиру макро-пруденционе контроле, која треба да се бави системским ризицима, предложено је формирање Европског одбора за системске ризике, који би обезбедио прикупљање информација о системским аспектима ризика, идентификовао ризике и осигурао систем раног упозорења Европског савета и држава чланица Уније. На челу одбора је председник Европске централне банке, а чланови су представници Европске комисије, гувернери националних централних банака и председници европских регулаторних тела на финансијском тржишту.

5 *Ibid.*

6 The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Chaired by Jacques de Larosiere, *Report*, Brussels, 25 February, 2009.

Регулатива *специфичних ризика* има у виду доношења одговарајућих прописа о пословању и надзор над пословањем (пруденциона контрола) финансијских институција (банке, осигуравајуће компаније, пензијски фондови) финансијских услуга и тржишних институција. Ову регулативу на међународном нивоу координирају, у циљу доношења једнообразних решења, институције које окупљају националне регулаторе, као што су: Базелски комитет за надзор над банкама, Међународна организација комисија за хартије од вредности (IOSCO), Међународна организација супервизора у осигурању (IAIS) и Одбор за финансијску стабилност (FSB). Поред посебних извештаја о предложеним регулаторним променама, везаним за специфичне области регулације, ове институције су предложиле и заједнички извештај, у коме се сугеришу могућа униформна решења регулативе за све области финансијског тржишта, као и регулисање одређених области у којима је пре-кризна регулатива била занемарива, какве су фондови ризичног капитала и држиште деривата.⁷

На нивоу националних регулатива, мере за јачање контроле специфичних ризика, односно тзв. микро-пруденциона контрола, истичу неколико основних захтева. То су: прво, захтев за повећањем капиталне основе финансијских институција, као обезбеђења за преузимање ризика у трговини финансијским инструментима, посебно дериватима; друго, креирање стандарда капитала прилагођених цикличном кретању тржишта; треће, израда стандарда ликвидности за све финансијске институције, како би се избегла неликвидност у тренуцима кризе; четврто, консолидована супервизија пословања финансијских конгломерата и, најзад, промена оријентације надзора над пословањем финансијских институција, од тзв. „лаке“ супервизије или супервизије „засноване на принципима“, на активнију и робустнију контролу, која пре свега има превентиван карактер.⁸

У Европској унији, микро-пруденциона контрола није пренета на ниво Уније, већ остаје у надлежности националних органа. Међутим, као координативни механизам, формиран је Европски систем финансијских супервизора, који се састоји из мреже националних органа и нових европских надзорних управа (за банке, осигурање и пензијске фондове и финансијско тржиште). Овај систем требало би да хармонизује стандарде пословања и контролу на јединственом финансијском тржишту ЕУ и да има координативну улогу у кризним ситуацијама.⁹

7 Joint Forum, *Review of the Differentiated Nature and Scope of Financial Regulation – Key Issues and Recommendations*, Basel, January 2009.

8 FSA, *The Turner Review – A regulatory response to the global banking crisis*, London, March 2009.

9 European Commission, *Communication from the Commission – European financial supervision*, COM (2009) 252 final, Brussels, 27.5.2009.

Финансијска криза активирала је веома снажан *рейуџициони ризик* финансијских институција. Он се односи на проблеме корпоративног управљања, а то су пре свега политика награђивања оперативних директора и политика управљања ризицима; обе политике имају реперкусије на ризични профил финансијских институција, па стога и на финансијско тржиште у целини.

Политика награђивања оперативних директора је у периоду кризе под посебном пажњом јавности. То је разумљиво, када се имају у виду огромне диспропорције у примањима: у САД, однос примања оперативних директора и просечних примања радника у 2005. години био је 262:1, а у неким периодима и већи;¹⁰ исплате бонуса су вршене иако су финансијске институције биле у губицима; награде су исплаћиване иако су финансијске институције користиле санациона средства државе (ово је натерало америчког председника Обаму да изјави да држава не треба да „*йомаже їруји дебелих мачора на Волсїрїиї*“).¹¹

Политика награда оперативних директора је и осетљиво питања корпоративног управљања. Примања ових директора састоје се из основне плате, годишњих новчаних бонуса, права на одређени број акција компаније са различитим опцијама располагања, као и отпремнина. Поред тога, они имају и низ неновчаних погодности о трошку компаније (коришћење авиона компаније, летовања, пензијски доприноси, здравствено осигурање, чланство у друштвеним клубовима, школовање деце и сл.).¹² Главни део примања, међутим, није била основна плата, већ награде: у европским банкама, на пример, у 2006. години, основна плата је износила само 24% укупних примања оперативних директора, годишњи бонуси у новцу износили су 36%, а стимулативни пакети акција 40%.¹³ Какав ће бити облик и обим зарада оперативних директора имати, у теоријском смислу, одређује теорија оптималног уговарања;¹⁴ у пракси, то углавном зависи од односа оперативних директора и комитета за накладе одбора директора.

Систем бонуса (који води порекло из партнерских облика организације предузећа) стимулише оперативне директоре на пословање које је краткорочно профитабилно, јер су бонуси везани за краткорочне

10 OECD, *Corporate Governance and the Financial Crisis – Key Findings and Main Messages*, June 2009, стр. 15.

11 „Obama Slams ‘Fat Cats’ Bankers“, *Wall Street Journal*, 14.12.2009.

12 „CEOs See Pay Fall Again“, *Wall Street Journal*, 31.3.2010.

13 Grant Kirkpatrick, *The Corporate Governance Lessons from Financial Crisis*, OECD, 11 February, 2009, стр. 53.

14 OECD, *Corporate Governance and the Financial Crisis – Key Findings and Main Messages*, стр. 19.

результате пословања, и на тај начин на преузимање већих ризика него што би то било економски оправдано, без обзира што на дужи рок ти ризици могу довести до губитака у пословању. Основни параметри за одређивање висине бонуса су: укупан принос на акцији; раст вредности акција; висина оперативног профита; зарада по акцији; принос на капитала и др. У периоду кризе, међутим, показало се да исплата бонуса не прати остварене перформансе пословања финансијских институција: они су исплаћивани иако су компаније биле у губицима а вредност акција неких од њих опала и за 90%. На пример, у 2008. години, на Вол-стриту су исплаћени бонуси оперативним директорима у износу од 17.4 милијарде долара, а укупни губитак финансијских институција са седиштем у Њујорку у тој години износио је 46.2 милијарде долара.¹⁵ Другим речима, бонуси расту ако краткорочни показатељи пословања бележе раст, али не падају ако су они негативни. То је навело Њујоршког државног тужиоца, који је истраживао исплату бонуса у кризном периоду, да каже да се на банкарске односи модификовано правило бацања новчића, које гласи: „ако њадне љава ја добијам, а ако њадне њисмо њи љубиш.“¹⁶ Да би се ограничила оваква пракса, у низу земаља уведен је посебан порез на бонусе или ограничавање њихове исплате; у САД је, поред тога, као специфичан облик незадовољства исплатом бонуса у периоду кризе, предложено увођење пореза на банкарске билансе, ради надокнаде средстава утрошених у санацију банака; овај порез је добио назив: накнада за одговорност за финансијску кризу.¹⁷

Да би се ограничило такво понашање, тежиште политике награда се помера ка исплати награда путем акција компаније, чиме се економски интерес оперативних директора везује за интерес акционара: што је већа максимизација вредности акционара остварена растом цена акција, то је већа и максимизација личног богатства оперативних директора. Пост-кризно законодавство већине земаља у овом случају поштује препоруке Одбора за финансијску стабилност, да највећи део накнада буде исплаћиван у варијабилном облику и да зависи од остварених пословних перформанси компаније; да се највећи део накнада исплаћује на одложени рок од најмање три године, зависно од природе пословања, ризика и активности корисника; да се значајан део, више од 50% накнада исплаћује у акцијама или сличним инструментима „*њошњо њакви инсњурментњи сњварају моњивацију усклађену са дуњорочним креирањем вредносњи и временским хоризонњом ризика*“. Остали део накнада може

15 „Wall Street Bonuses Get 17% Bounce“, *Wall Street Journal*, 23.2.2010.

16 Andrew M. Cuomo, *No Rhyme or Reason*, New York, 2009.

17 „Obama Unveils \$90 Billion Bank Tax With Sharp Words“, *Wall Street Journal*, 24.1.2010.

бити исплаћен у новцу на дужи рок, али уз могућност обустављања исплате у случају негативних перформанси пословања фирме.¹⁸

Интерес акционара у исплати награда додатно се реализује и кроз ширење праксе за сада необавезног гласања на скупштини акционара о извештају комитета за накнаде. Извештај о корпоративном управљању у финансијским институцијама у Великој Британији (*Walker Report*) сугерише да, уколико извештај комитета за накнаде на годишњој скупштини акционара не добије више од 75% гласова, председник комитета мора ићи на гласање о поверењу на следећој скупштини акционара. Обавезно гласање о извештају комитета за накнаде се не предлаже, јер би то било противно „*већ ипреузетим ујоворним обавезама йрема ојера-тивним дирекћорима у оквиру йолиййике коју су акционари већ имйлицийно или екйлицийно одобрйли*“,¹⁹ али и необавезно гласање има велики морални значај. Већина акционара у неким крупним компанијама гласала је против извештаја комитета за накнаде када се публиковани резултати пословања у периоду кризе (*Royal Dutch Shell* – 59%, *Royal Bank of Scotland* – 80%).²⁰

Криза је показала да једна од основних улога управа финансијских институција, а то је контрола ризика пословања, није била адекватна. Разлог се може тражити у неколико структурних обележја управе. Прво, инсистирање на независности чланова управе одвојено од њихове стручности, имало је за последицу недовољно разумевање сложених ризика које су финансијске иновације и кретања на тржишту носила. На пример, 2/3 чланова одбора директора у 8 највећих банака у САД у периоду пре избијања кризе није имало никакво банкарско искуство.²¹ У току саме кризе, забележено је замењивање чланова одбора директора финансијским стручњацима. Друго, велики број финансијских институција није имао формиран комитет за ризике, које пост-кризно законодавство захтева. Најзад, индикатор лошег управљања ризицима је и дуги останак на функцијама чланова одбора – просечан период чланства у одборима директора финансијских институција у САД које су престале са радом у периоду кризе био је 11.2 године, а у институцијама које су наставиле пословање, 9.2 године.²² Недовољна сменљивост чланова одбора директора онемогућава стално иновирање знања чланова одбора у области која је буквално сваконевно подложна променама.

18 FSB, *Principles of Sound Compensation Practices – Implementation Standards*, 25 September, 2009.

19 Walker Report, *A Review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities*, 16 July, 2009.

20 „Investor rebel over Shell executive pay“, *Financial Times*, 19.5.2009.

21 Grant Kirkpatrick, *The Corporate Governance Lessons from Financial Crisis*.

22 OECD, *Corporate Governance and the Financial Crisis – Key Findings and Main Messages*.

Branko VASILJEVIĆ, PhD

Professor at the Faculty of Political Sciences University of Belgrade

Miona DELIĆ

Graduated Lawyer

FINANCIAL CRISIS AND REGULATION

Summary

Financial crisis is followed by the increasing regulatory activities. These activities are overwhelming and purport to be durable. Regulation is internationally coordinated and oriented to limit excessive risk taking at the financial markets. Its most important component is the regulation of systemic risk with the major consequences on the structure of the financial systems of some countries. In the regulation of specific risks, the main demand is the strengthening of capital and liquidity of financial institutions. Modification of the principles of corporate governance related to the executives compensation will contribute to the alignment of interests of executives with those of shareholders.

Key words: *financial crisis, regulation, systemic risk, prudential control, corporate governance.*