

мр Милош ЈАНКОВИЋ
директор у УББ*

ФИНАНСИЈСКА ТРЖИШТА И ПРАВНА ОДГОВОРНОСТ

Резиме

Снажне развојне тенденције савремених финансијских тржишта допринеле су узрок велике глобалне кризе, која захтева одговор кроз јачање глобалне регулације.

Аутор истражује структурне и цикличне узроке комплексних трансформационих процеса и актуелне кризе финансијских тржишта, налашавајући потребу усавршавања неадекватној регулаторној и надзорној оквира, у интересу стабилизације реалне економије и друштва.

Посебно се налашава потреба јачања правне одговорности у циљу заштите инвеститора, веће транспарентности и смањења системских ризика на финансијским тржиштима.

Кључне речи: *тржиште хартија од вредности, глобална криза, регулација, правна одговорност.*

I Уводне напомене

Актуелни тренутак светске финансијске кризе показује да су, поред бурних развојних трендова, потцењивање ризика и неадекватна регулација њени основни покретачки фактори.

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

У овом раду се указује на почетне лекције кризе, појавне облике и неопходне правце реформи. Јасно је да глобална криза захтева глобално решење. Предлажу се нови стандарди и органи регулације у ЕУ и САД.

За превладавање актуелне кризе развијене земље су већ потрошиле преко десет трилона долара, а неразвијене преко 1,5 трилиона долара. Недавне оцене ММФ и водећих рејтинг агенција су: САД и ЕУ напуштају кризне тенденције, Азија (са 56% светског становништва) се боље припремила за кризу, Кина је највећи инвеститор у дефицитно финансирање САД – једине суперсиле света. Нова регулација и правна одговорност су услови поверења и интегритета финансијског тржишта и изласка из кризе.

II Савремене развојне тенденције – узроци кризе финансијских тржишта

Свет савремених финансијских тржишта мења се драматичном брзином, од убрзаног развоја до велике светске кризе, условљене бројним структурним и цикличним факторима. Ранији појам интернационализације тржишта, који је означавао активне везе и сарадњу независних националних тржишта, замењен је појмом глобализације. По обиму и нивоу глобализације, финансијско тржиште данас превазилази све гране реалне економије. Ради се о својеврсној финансијској револуцији, у којој узроци нових трендова постају последице и обрнуто. Раније су кризе биле локалне, сада се брзо проширују на цео свет. Кључни фактори нових трендова и *узроци* актуелне кризе, у оквиру снажних трансформационих процеса на глобалном финансијском тржишту су либерализација и дерегулација, раст информационих технологија, институционалне промене, финансијске иновације и диверсификација, секјуритизација, повећана системска неизвесност и управљање ризицима, као и пораст сложене улоге регулатора. Ови трендови осликавају и одлике савремене финансијске кризе.

Глобално финансијско тржиште налази се у глобалној кризи уз активну интеракцију са процесима реалне економије и бројним ризицима, опасностима и последицама, посебно по слабије учеснике.

На недавном састанку у Давосу изнет је став да свет доживљава „статистички и економски опоравак, али хуманитарну рецесију и незапосленост“.

1) *Пријисак глобализације* означава тенденцију формирања светске инвестиционе средине и узајамно повезаних, зависних и у великој мери интегрисаних финансијских тржишта у једно светско финансијско

тржиште. „Само по себи глобализација није ни добра ни лоша, све зависи од њене примене и коначних ефеката“, недавно је оценио амерички нобеловац Џозеф Стиглиц.¹ Он истовремено упозорава да је финансијски систем данас крхкији од онога пре кризе и да је питање које виси у ваздуху: када ће се све ово десити поново? „Оно што је досада урађено на пољу глобалне финансијске реформе сасвим је лоше, банке су узеле милијарде долара од државе и наставиле по старом“ – истиче овај нобеловац.

Глобална криза захтева глобалан одговор и конституисање регулаторног тела које има веће ингеренције и већу репрезентативност него било које тело које данас постоји. Пошто постоји једно глобално тржиште, а то је цео свет, са више водећих центара, национална финансијска тржишта постају просто интерна тржишта, носећи, у извесном смислу, другостепени карактер. Основу глобалног тржишта чини хартија од вредности чине финансијски инструменти око четрдесет хиљада транснационалних компанија. Природно, национални капитал прелази границе земаља, а инвеститори из било које земље имају могућност улагања у хартије од вредности, којима се тргује у другим земљама света. Глобализација финансијског тржишта је представљала локомотиву глобализације светске економије, кретања светске трговине, страних инвестиција и трансфера технологије, али и акцелератор глобалне кризе. На тај процес, који добија убрзање попут лавине, утицале су, пре свега, ниске баријере за улазак на национална тржишта и развој електронске трговине хартијама од вредности.

2) *Концентрација и централизација капитална* на финансијским тржиштима хартија од вредности је следећи структурни фактор кризе, који има више различитих аспеката:

- висока концентрација капитала у малом броју најразвијенијих земаља (учешће тзв. Велике петорке: САД, Јапан, Велика Британија, Француска и Немачка у укупном светском тржишту хартија од вредности износи око 75% – само САД око 45%),
- изузетно брз раст тржишта хартија од вредности земаља у развоју, посебно Азије и Латинске Америке, које су квантитативно посматрано достигле број листираних компанија у развијеним земљама (преко двадесет хиљада),
- висока концентрација aktive банака у Европској унији (нпр. у Немачкој три највеће банке имају 70% aktive, док у САД три највеће банке чине 37% aktive), тако да ће решавање последица финансијско-банкарске кризе у ЕУ бити сложеније,

1 Џозеф Стиглиц, „Из кризе можда тек 2013.“, *Економист мајазин*, бр. 504, стр. 14–20.

- амерички порески обвезници постали су таоци три банке које је издашно помогла држава, јер су биле „сувише велике да би банкротирале“;
- подаци ММФ указују да ће банке у ЕУ због кризе отписати око 40% капитала, а у САД око 60%.

3) *Развој информационих и комуникационих технологија* (компјутеризација, сателитске комуникације и Интернет) убрзали су кретање информација око земљине кугле и представљају први узрок глобализације и актуелне кризе.

Када се завршава трговање у једном финансијском центру, почиње у другом, при чему се бришу разлике у ценама на глобалном светском тржишту. Два и по часа пошто се затвори трговање у Токију, почиње трговање у Лондону, а након два и по часа почиње трговање у Њујорку.

Конечно, технолошке промене означиле су како географске (од локалног, преко регионалног, до глобалног тржишта), тако и крупне историјске промене финансијских тржишта: од дугогодишњег окупљања трговаца тачно у подне, под крошњама дрвећа у улици Вол стрит, до 1772. године када су постављени темељи Њујоршке берзе, па преко окупљања брокера на паркетима берзе, све до савремених он лине брокера (који тргују из свог дома по целом свету) и стварају својеврсне ризике информационих система.

4) *Либерализација финансијског сектора*, слично ситуацији од пре једног века, довела је до процеса дерегулације, односно укидања административних баријера између учесника, што представља следећи битан узрок глобализације, али и глобалне кризе финансијског тржишта.

Укинута су бројна ограничења, посебно баријере између комерцијалног и инвестиционог банкарства, контроле девизних курсева и каматних стопа (олакшан улазак на тржиште, увођење нових финансијских инструмената, смањење надзора и пореских терета на финансијске трансакције итд.).

Уместо националних административних забрана, ново глобално тржиште захтева нову регулацију са наднационалним тржишним формама, заснованим на међународним стандардима, ради предупређивања нових криза и великих трошкова које оне собом носе.

Дерегулација је афирмисала већу улогу саморегулативе, али и јачу контролу и надзор свих учесника у условима повећане конкуренције и отварања националних финансијских тржишта. Промет финансијских инструмената регулише се законодавством земље у коме су емитовани. На пример, хартије од вредности емитоване од стране јапанске компаније у САД, морају одговарати америчком законодавству. Раз-

личити сегменти иностраних тржишта имају своје специфичне називе: инострано тржиште у САД назива се Јенки, јапанско Самурај, британско Булдог, шпанско Матадор, холандско Рембрант тржиште итд.

Процеси дерегулације имали су акцелераторски утицај на развој тржишта капитала у односу на банкарско кредитирање. Компаније су добиле могућност избора финансирања: емисијом својих акција и обвезница, супституисале су кредите банака.

Поред раста међубанкарске конкуренције, дошло је до раста и *међусекторске конкуренције*, брисањем граница које су некада одвајале један финансијски сектор од другог (комерцијалне и инвестиционе банке, осигуравајућа друштва и др., што је означено као „Велики прасак“ 1986. године у Великој Британији).

Посебан узрок кризе је у томе што су нефинансијске институције добиле огроман значај и почеле су да шире своје пословање и у области банкарства и хартија од вредности, формирањем „финансијских супермаркета – тзв. продаја из једне руке, под једним кровом“, чиме је замагљивана улога учесника.

Треба истаћи да је у САД и Великој Британији финансијски систем заснован на *моделу тржишта капитала*, док је у Немачкој развијен модел који се заснива на *банкарском кредитирању*. Избор модела и експанзија финансијског тржишта повезана је са бројним економским, правним, политичким и психолошким факторима сваког националног тржишта. Степен поверења масовних инвеститора у тржиште хартија од вредности у директној је зависности са нивоом организованости финансијског тржишта и снагом његове регулације. Обим и значај тржишта хартија од вредности је данас такав да његове турбуленције и кризе воде урушавању економије у целини. Држава преко својих органа мора да чува поверење у тржиште како милиони грађана не би изгубили – инвестирајући у хартије од вредности.

Савремени процеси регулације подразумевају пруденцијалну регулацију кроз критеријуме адекватности капитала, ликвидности и солвентности и сл. као и структуралну регулацију према активностима и ризицима институција на финансијском тржишту, како би се смањио системски ризик, односно домино-ефекат на финансијском тржишту.

Последњих деценија било је више *локалних финансијских криза* које су захватиле све континенте, развијена и брзорастућа тржишта и показале да се „историја понавља“ (америчка криза штедно-кредитних организација 1986. године и хипотекарног тржишта 2007. године, аргентинска 1982. и 2001. године, јапанска 1990. године, мексичка 1994. године, источно-азијска – Тајланд, Малезија, Индонезија, Филипини и Јужна Кореја 1997. године, руска 1998. година, бразилска 1999. године

и др.). Узроци криза су били у дестабилизацији финансијског система и неадекватној регулацији у условима либерализације тржишта, раста информационе асиметрије и високих ризика, пораста неизвесности услед општег пада цена акција и наглог скока каматних стопа изазваних инфлационим очекивањима, слому берзе и повлачењем инвеститора са тржишта, што све доводи до привредне рецесије, услед снажне повезаности финансијских тржишта и реалне економије.

Реформа регулаторног система, спроведена у једном броју земаља (Шведска, Норвешка, Финска, Данска, Канада, Аустралија, Јужна Кореја, Сингапур и Мађарска, а овај пут следе Велика Британија, Јапан и Немачка) иде у правцу стварања *мејарегулатора* укупног финансијског система (банака, брокерско-дилерских друштава, пензионих, осигуравајућих и инвестиционих фондова). Ова тенденција је последица формирања универзалних финансијских институција-конгломерата, чија контрола треба да се остварује из једног центра, што се сматра рационалнијим решењем. Карактеристично је, међутим, да САД, са највећим финансијским тржиштем, још не обједињава укупну регулативу у једном телу.

5) *Институционалне промене и комплексности* инструмената, учесника и процеса финансијског тржишта означиле су замену, односно смањење улоге индивидуалних инвеститора-физичких лица, кроз пораст улоге финансијских институција, посебно институционалних инвеститора, што се може сматрати четвртим крупним узроком глобализације и кризе финансијског тржишта (ако су 70-их година индивидуални инвеститори чинили доминантну групу инвеститора, већ 90-тих година њихов удео се смањује, тако, нпр. у Великој Британији у овом периоду се удео индивидуалних инвеститора смањио са 70% на 20%)!

Највећу групу институционалних инвеститора данас чине инвестициони фондови (САД, Француска, Италија), осигуравајуће компаније (Велика Британија) и пензиони фондови (Холандија), док у Немачкој расте значај осигуравајућих компанија и инвестиционих фондова. Неадекватни методи процене ризика, конфликтни интереси међу тржишним учесницима и претеранао преузимање системских ризика код нових ученика тржишта деловали су као акцелератори кризе.

Нова светска економија и глобално финансијско тржиште одређени су доминантно односима међузависности три водећа центра – САД, Европска унија и Јапан, док посебно расте утицај земаља Г-20 и земаља БРИК (Бразил, Русија, Индија и Кина).

6) *Финансијске иновације* покренула је растућа конкуренција на глобалном финансијском тржишту. Ради се о усавршавању и креирању

нових финансијских производа, процеса, институција и нових праваца бизниса.

Иновација *производа* односи се на диверсификацију, финансијски инжињеринг, брзо прилагођавање, препакивање и стварање потпуно нових финансијских инструмената, са унапред програмираним својствима, која одговарају потребама инвеститора. Најзначајније иновације везане су за стварање нових – *деривативних* финансијских инструмената, који раније нису егзистирали. Посебан значај имају бројни нови финансијски инструменти настали у процесу *секјуритизације* на хипотекарном тржишту.

Иновације процеса, односно процедура повезане су са развојем инфраструктуре тржишта-континуирана трговина, дематеријализација хартија од вредности, аутоматизам салдирања и други процеси.

Организационе иновације односе се на креирање нових врста финансијских институција, попут инвестиционих фондова и компанија, који у свом пословању укључују нове производе и нове процесе.

Брзина промена и иновација је бржа од регулаторних мера. Нови производи су извори системских ризика. Ко их носи – држава или тржишни учесници?

7) *Секјуритизација*,² један од хипотекарних финансијских инструмената за који се сматрало да је безгранично ликвидан и најмање ризичан у историји финансијских тржишта, постао је иницијатор кризе. Овај процес означава замену – трансформацији банкарског кредитирања, новим структурисаним финансијским производима (дериватима) и механизмима финансирања заснованим на емисији и промету хартија од вредности. Другим речима ради се о процесу трансформације неликвидних (залеђених) банкарских кредита у стандардизоване, првокласне и ликвидне хартије од вредности (обвезнице), које се емитују на њиховој основи и којима се може трговати као било којом другом хартијом од вредности, при чему као обезбеђење служи пул. Док су дугорочни кредити остајали у активи банке на локалном тржишту, до коначне отплате кредита, обвезнице имају изузетно високу ликвидност и то на међународном тржишту хартија од вредности. Вишак штедње у Кини, Немачкој и Русији улаган је у ХОВ у САД. Секјуритизација је тиме проширила финансијске ризике на целу економију и цео свет (извоз кризе).

Ову тенденцију развоја тржишта многи аутори стављају на прво место узрока савремене кризе. Највећи инвеститор на свету Ворен Ба-

2 Детаљније о карактеристикама секјуритизације: Милош Јанковић, *Хипотекарно тржиште – развој финансијских механизма сјамбене изградње*, Београд, Чигоја штампа, 1999. године.

фет је неколико година пре кризе упозорио своје акционаре, истичући да су „деривати оружје за масовно уништење, које контролишу лудаци“! Ако тржиште настави са кризом некретнина и неизмиривањем обавеза по хипотекарним кредитима и хартијама од вредности, банке и инвеститори ће трпети нове губитке.

Данас се, на пример, само у САД секјуритизује више од две трећине свих хипотекарних стамбених кредита, као и велики део аутокредита и других видова актива. Рефинансирање путем емисије хартија од вредности достигло је фантастичних осам трилиона долара, представљајући највећи сегмент међународног тржишта капитала.

Претпоставке и услови за развој секјуритизације у САД, пре него у другим земљама, били су:

- неповољно финансијско окружење у коме су функционисале банке, уз снижење каматних маржи,
- криза штедно-кредитних асоцијација, које су уговарале тридесетогодишње кредите са фиксном каматном стопом, а плаћале променљиве каматне стопе на депозите,
- државно стимулисање секундарног хипотекарног тржишта, преко специјализованих државних агенција,
- постојање ликвидног тржишта капитала, са широким кругом крупних инвеститора.

Међутим, 6. августа 2007. године долази до велике кризе хипотекарног тржишта у САД, која још увек траје, услед одобравања „sub prime“ хипотекарних зајмова кредитно неспособним клијентима. Услед рецесије и раста незапослености дошло је до немогућности отплате кредита, а тиме и сервисирања хипотекарних хартија од вредности према инвеститорима са међународног хипотекарног тржишта, тако да се криза прелила на глобално финансијско тржиште.

Пад цена некретнина утицао је на смањење могућности реализације хипотека и успоравање инвестиција у грађевинску индустрију и готово свих повезаних сектора реалне економије, тако да је финансијска криза утицала на рецесију укупне економије. Коначне последице није могуће још сагледати. Појединачне судбине због губитка крова над главом су још болније.

После САД, Европа заузима друго место по величини тржишта секјуритизоване активе, док треће место заузима Латинска Америка, а четврто Азија. Европска секјуритизација је од 1987. године прошла почетну фазу еуфорије, затим фазу отрежњења и интензивне припреме и, коначно, фазу убрзаног раста од 1995. године.

III Усавршавање регулаторног оквира – одговори на кризу

1) *Нужности и форме регулације* – постоји својеврсни парадокс да држава регулише тржиште, а тиме га истовремено и штити. Бизнис, критикује државу, а тражи државну помоћ и заштиту. Тесна узајамна повезаност државе и тржишта захтева јаку државну регулацију, преко регулатора, који законе претвара у живот и остварује улогу не само полицајца већи покровитеља тржишта хартија од вредности.

По дефиницији, 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).

Бројне препоруке међународних организација и тела (Декларација Финансијског стабилизационог форума, анализа узрока, последица и мера ММФ и др.) наглашавају неопходност промена регулације, како би се избегле будуће кризе. Погрешно је веровање учесника да ће тржишта сама себе стабилизovati, јер су ризици огромни и глобални.

Ради се о потреби нове улоге регулатора, чија је одговорност 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 нивоа и метода: (1) *макро-државне* регулације, (2) *мезо-саморегулације* професионалних учесника на тржишту, (3) *микро-унућрашње* регулације субјеката (сопственим актима и правилима), (4) *друшћивене* регулације (јавно мњење) и (5) *сиољне-колекћивне надрегулације* преко *међународних стандарда и шела*, која добија изузетан значај (мултинационалне институције на нивоу ЕУ).

Отворено је питање *сћейена регулације: љревелика* државна регулисаност води неефикасности тржишта, док *јодрегулисаниост* тржишта води слому, који се циклично понавља. Прерасподела регулаторних надлежности, као и избор адекватног модела регулације зависи од до-

стигнутог 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.³

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

2) *Базични циљеви регулације* утврђени су од стране *Међународне организације комисија за хартије од вредности* (IOSCO)⁴ још 1998. године у Најробију, а односе се на: (1) заштиту инвеститора, (2) обезбеђење поштеног, ефикасног и транспарентног тржишта и (3) смањење системског ризика.

Заштитна инвеститора 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.⁵

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 за хартије од вредности са органима гоњења.

Редукација системског ризика реализује се пруденцијалним стандардима, контролом продора шпекулативног 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.

Регулатори захтевају систем осигурања депозита у банкама, уместо моралног хазарда и губитка штедње.

Повећавају се захтеви за капиталом за структуриране финансијске инструменте, као и јачање обавезе извештавања.

3 Опширније Бошко Живковић, Дејан Шошкић. „Основне концепције нових закона о финансијским тржиштима“, Београд: Економски анали, 2001. година.

4 В.: www.iosco.org.

5 Видети Мирко Васиљевић. Компанијско право (Право привредних друштава Србије и ЕУ), Правни факултет, Београд, 2009.

Заоштравање спровођења усаглашености процедура са законима и унапређивање система интерних контрола.

Решавање конфликта интреса између тржишних учесника – усађен конфликт рејтинг агенција и интереса емитената и инвеститора.

Посебно треба водити рачуна о тајмингу регулаторних реформи – фазним променама, уместо радикалних резова, који појачавају кризу.

IV Јачање правне одговорности финансијских тржишта

Финансијска тржишта су, захваљујући глобалним тенденцијама, битан део економије и друштва, као место за мобилизацију и инвестирање капитала широм света. Последњих година створено је модерно законодавство о тржишту хартија од вредности, дефинисани методи рада регулатора, процеси трговине хартијама од вредности, рад централног регистра, креирани су нови финансијски инструменти и побољшана прозрачност тржишта.

Главна питања која се и данас, у условима глобалне кризе, постављају су заштита права и законитих интереса самих учесника финансијског тржишта – инвеститора, акционара, емитената, финансијских институција, у условима снажних конфликта интереса на тржишту.

Профитно оријентисани учесници финансијских тржишта су свакодневно пред дилемом: поштовати „правила игре“ дефинисана законом или бирати лакши и профитабилнији пут кршењем закона. Примера је много: од Енрона и лажних финансијских извештаја чувених ревизорских кућа, до ситних престапа.

Јасно је да без мешања државе и њене активне улоге (од законодавне базе, система надзора и санкција) нема даљег развоја и стабилизације тржишта, што су показале капиталне интервенције државе у спасавању финансијског система САД, незабележене у историји финансијских тржишта (државна улагања у централистичко-планским привредама Стаљинове Русије била су знатно мања)!

Савремена финансијска криза, која је захватила цео свет, није у пуној мери дала одговоре на бројна и разноврсна одступања од права у вези са хартијама од вредности и негативним понашањем бројних учесника у функционисању тржишта. Чак и када се утврде чињенице о кршењу права, ни оштећени инвеститор, ни регулаторни орган на тржишту хартија од вредности, често не могу да обезбеде заштиту права, уколико су за то надлежни правосудни и судски органи.

Постављају се питања: зашто је на тржиштима хартија од вредности (и поред веће медијске буке) мање судских решења и правне

одговорности поводом кршења права инвеститора, у односу на друга тржишта (роба, услуга, рада и др.)? За то, свакако, постоји више разлога, следећи се чине релевантним:

Прво – правни разлози – у законима нема прецизних санкција за конкретну противправну радњу, а и подзаконска акта често не покривају сва тржишна понашања.

Друго – кадровски разлози – дефицит специјалиста у државним органима и судовима који могу да артикулишу и сагледају сву сложеност односа, ризика и могућности кршења права у функционисању тржишта хартија од вредности.

Треће – методолошко-квалитативни разлози – непостојање јединствених стандарда оцене и утврђивања конкретне штете по врстама инвеститора и формама кршења права, што отежава доказни поступак.

Четврто – недовољна и слабо постављена сарадња и размена информација између државних органа и институција, као и изолован приступ сваке институције у решавању проблема.

Због свега наведеног неопходан би био системски инструментариј (нека врста методологије) који би био обавезан за све (од регулатора до учесника тржишта) и који би укључивао:

- појаве и обим нарушавања права на финансијским тржиштима,
- методе анализе усмерене на доказни поступак,
- познате узрочно-последичне везе које наносе штете инвеститорима,
- обезбеђивање извора информација за потребе анализе кршења права,
- информације о типичним појавама и судској пракси и слично.

Постоји много области и поступака тржишних учесника који су дефинисани директивама Европске уније и домаћим законодавствима, као извори нарушавања права: акционара, инвеститора, државе као акционара и инвеститора, инвеститора код колективних инвестиционих шема, емитената хартија од вредности, осталих учесника тржишта, угрожавање транспарентности информација, инсајдерске информације и друго.

Суштина правне одговорност на финансијским тржиштима се своди на утврђивање постојања поступака кршења установљених законских норми. При томе се истиче да све што није забрањено, не може се карактерисати као нарушавање норми права.

По последицама кршења права за државу, правна и физичка лица градира се степен одговорности кроз три гране права. Према неким истраживањима у транзиционим економијама, по врстама права, проценат кршења права на финансијским тржиштима био је: кривично право (6%), грађанско право (72%) и административно право (22%).

Могуће је више врста штета нанетих физичким и правним лицима због кршења њихових права на финансијским тржиштима: имовинска штета, штета пословне репутације и морална штета физичким лицима и друго.

Сама анализа настале *штете* и изгубљене добити има своју логику, мотиве, услове, механизме и фазе рада (од идентификовања чињенице кршења конкретног права, преко последица правног нарушавања до утврђивања врсте и оцене величине штете).

Назначени методолошки приступ присутан је у пракси развијених земаља у функцији јачања заштите права акционара и инвеститора, односно спречавања ширења нарушавања права и подривања поверења финансијских тржишта.

V Закључне напомене

Дубина савремене кризе финансијских тржишта показује да су последице кризе дугорочне и несагледиве. Регулаторна тела се нису обазирала на упозорења која су упућивана из академске и стручне јавности. Развојне тенденције глобалног финансијског тржишта и неадекватна регулација постали су основни узроци кризе. Претерано ослањање на саморегулацију и самооздрављење тржишта није дало очекиване резултате. Постало је јасно да је неопходна снажнија глобална регулација банака и тржишта хартија од вредности. Учесници тржишта морају носити економску и правну одговорност за своје активности, без социјализације губитака. Обриси дате методологије правне одговорности подразумевају координиране експертске и државне активности. Веће коришћење стручне и научне мисли, а посебно етике на финансијском тржишту треба да буде гаранција изласка из кризе и даљег развоја.

Mag. Miloš JANKOVIĆ
Director in UBB

FINANCIAL MARKETS AND LEGAL RESPONSIBILITY

Summary

Strong development tendencies of the modern financial market became the cause for the large global crisis, which demands global regulation.

The author observes structural and cyclical causes for the complex transformational processes and current financial markets crisis, emphasizing the need for perfecting inadequate regulatory and supervisory frameworks in the interest of stabilizing the real economy and the society.

Special emphasis is given to the need for strengthening of legal responsibility for the purpose of investor protection, higher transparency and systemic risk decrease in the financial markets.

Key words: *securities market, global crisis, regulation, legal responsibility.*