

мр Милош ЈАНКОВИЋ  
директор у УББ Београд \*

## АНТИКРИЗНА РЕГУЛАЦИЈА И ВЛАДАВИНА ПРАВА НА ТРЖИШТУ КАПИТАЛА

„Закон који се не поштује  
штетнији је од закона  
кога нема.“

Борислав Пекић

### Резиме

*У овом раду аутор разматра развој законодавства, у време Велике дејресције у САД, 1929–1933. године и повраћај економије дејресције, кроз савремену глобалну кризу од 2008. године, са напласком на актуелне корениите реформе регулације тржишта капитала, посебно у најразвијенијим земљама света.*

*Српско тржиште капитала се посматра у процесу развоја и кризе, трансформације, модернизације, потребе реформисања и обнове, кроз јачање државне регулације – хармонизацију законодавне базе и система надзора и санкција за кршење права.*

*Констатирају се круцијалан утицај метода приватизације на модел регулације тржишта капитала. Аутор закључује да домаће право тржишта капитала одликује неинтранспарентношћу, неефикасношћу и недоследношћу системској кризи у изрази регулаторног оквира.*

**Кључне речи:** тржиште капитала, финансијске кризе, регулација, закони, владавина права, санкције.

---

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

## I Уводне напомене

Актуелност теме повезана је са великом кризом страних и домаћег тржишта капитала, као и економија у целини, што захтева опсежне реформе.

Постављају се питања адекватности законодавне базе, регулаторних органа и судске праксе поводом кршења права и интереса свих учесника на финансијском тржишту – емитената, инвеститора, акционара, професионалаца и финансијских институција.

Реалност тржишта капитала је таква да се учесници налазе пред сталним избором: радити поштено, по правилима закона или брзо доћи до профита, противзаконитим путем.

Упоредна анализа показује да изузетан значај има сарадња државних органа – финансијских регулатора, извршне и судске власти – у процесу откривања случајева противправног деловања, кршењем закона и пословне етике на тржишту капитала. При томе су оцена учињене штете и кривична одговорност у центру пажње.

Међу инвеститорима влада убеђење да на тржишту капитала (од запада до истока) постоје конфликти интереса, инсајдерске информације и манипулације.

## II Велике финансијске кризе – корените реформе тржишта капитала

Историја потреса на финансијским тржиштима показује да је интензитет кризе одређивао квалитет регулације тржишта капитала за долазеће доба.

Модели тржишта хартија од вредности, као део финансијских тржишта, разликују се у развијеним земљама. Однос банкарских кредита и хартија од вредности као инструмената финансирања одређује и природу финансијских система. Тако САД, Велика Британија, Аустралија и све англосаксонске земље почивају на систему тржишта хартија од вредности, док Немачка, Италија, Јапан и друге континенталне земље финансијски систем базирају на банкама.<sup>1</sup>

Сложене структуре тржишта хартија од вредности (бројни инструменти, разноврсне институције, механизми и регулација) захтева и одговарајућу нормативно-правну регулативу. О настанку овог тржишта и његове регулативе, у савременом смислу, може се говорити од 24. окто-

1 Дејан Шошкић, Бошко Живковић, *Финансијска тржиштина и институције*, Београд, Економски факултет, 2006.; [www.sec.gov.rs](http://www.sec.gov.rs); [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu).

бра 1929. године када је Велика депресија почела сломом финансијског тржишта у САД и током четири године пренела се на цео свет, посебно на велике европске земље (Немачка, Велика Британија). У Немачкој је незапосленост износила 6 милиона људи (25% од укупно запослених), у Великој Британији индустрија и извоз остали су у депресији све до Другог светског рата. Требало је 25 година да тржиште хартија од вредности САД достигне предкризни ниво, а исто толико у Великој Британији да успостави своје тржиште хартија од вредности.

## 1. Велика депресија 1929–1933.

Махинације у финансијској сфери САД заснивале су се на пирамидалним шемама, да би кулминирале берзанским сломом, који слови као црни четвртак. Тих дана царовали су паника и ужас на финансијским тржиштима, односно невиђена експропријација власника акција. Економија је стрмоглаво клизила низбрдо (пропаст фирми, незапосленост, мртви градови, невраћање дугова, морална криза и злоупотребе као масовна појава).

У пролеће 1933. године нови председник САД постао је демократа Френклин Делано Рузвелт (скраћено ФДР), који је извео земљу из Велике депресије. Посебно се уважава његова снага да је деценију раније, због тешке болести, био прикован за инвалидска колица, мање се кретао и у целини је био концентрисан на рад. У првом од сто дана донете су многе „пожарне мере“, а сипали су нови закони као из кабла. Народ је видео светлост на крају тунела. „Нови курс“ је значио раскид са приступом *laissez faire* (немешање државе у тржиште) и прелаз на активну државну регулацију.

То се подударило са теоријом Кејнса, који је после једног сусрета са Рузвелтом изјавио: „Ја сам мислио да председник треба да је економски писменији.“

Велике историјске поуке нам даје Рузвелтова Америка. Показује се значај активне борбе са кризом, кроз системски и организован приступ, постављање правних темеља регулације и развоја тржишта капитала. Што је притисак економске кризе и депресије био већи, утолико су закони тржишта капитала били студиознији и дуговечнији. Сматра се да је председник Рузвелт дао и назив УН при формирању организације уједињених нација 1. јануара 1942. године, када се 26 земаља зарекло да ће победити Силе осовине (Немачку, Италију и Јапан). У истом периоду светска економска криза ствара пут за долазак Хитлера на власт у Немачкој, који мобилише привреду за Други светски рат.

Слободно се може рећи да је савремена регулација тржишта хартија од вредности у САД, постављена управо 30-их година прошлог

века, као двостепена. Први ниво – државна регулација, преко Комисије за хартије од вредности и берзе, и други ниво – саморегулација берзи и других учесника овог тржишта.

Раније су, управо, искључиво берзе контролисале тржиште хартија од вредности. У појединим државама САД, након великих махинација и афера донети су „закони плавог неба“, с циљем заштите инвеститора од несавесних дилера који су им нудили акције као „чисто небо“. Ти закони појединих држава нису били ефективни, коначно берзански бум завршен је највећим крахом. Тада је председник Рузвелт (у оквиру „Новог курса“), после неколико неуспешних верзија закона, позвао свога старог пријатеља, професора са Харварда Феликса Франкпуртера, који је са тимом својих бивших студената, за само неколико дана, потпуно прерадио ранији предлог и у мају 1933. године Америка је добила Закон о тржишту хартија од вредности. Овај акт је фокусиран на примарно тржиште – емисију хартија од вредности и идеју транспарентности информација ради заштите инвеститора. Регулација на основу обавезног обелодањивања информација, при томе не ставља се обавеза на законе да сачувају инвеститоре од ризика губитка улагања у хартије од вредности. Таква гаранција практично није реална и супротна је самој природи тржишта. Дакле, овим законом инвеститори су добили адекватну и истиниту информацију о емитенту и гарантовану правну заштиту, у случају нечасних операција на тржишту капитала. Интересантно је да је принцип обелодањивања информација, који је чинио основу америчког закона из 1933. године пренет у Западну Европу тек после пола века, са доношењем директива ЕУ и активности на хармонизацији закона с циљем формирања јединственог тржишта капитала ЕУ. Закон је, даље, предвиђао компетентност професионалних учесника на бази лиценцирања, захтев за ликвидношћу за трговину хартијама од вредности, као и механизме принуде у спровођењу закона у живот и успостављање владавине права.

Само годину дана касније (1934) донет је Закон о финансијским берзама, који уводи државну регулацију на секундарном тржишту, кроз регистрацију професионалних учесника на федералном нивоу – у новоствореном органу – Комисији за хартије од вредности и берзе (*SEC*). Први председник Комисије био је Џозеф Кенеди (отац каснијег председника САД Џона Кенедија). Овим Законом предвиђене су санкције против инсајдера и награде онима који помогну Комисији да открије инсајдера. Бројни су примери (из праксе *SEC*) манипулација, истрага и санкција.

Делује просто невероватно: у највећој Светској економској кризи у историји, постављено је законодавство тржишта хартија од вредности, које је уз ситније поправке егзистирало преко осам деценија – до садашње Глобалне кризе финансијских тржишта.

Поправке ових закона састојале су се у образовању Корпорације за заштиту инвеститора од банкротства брокерско-дилерских фирми (1970), поштравања санкција против појединих чланова берзи (1975) и против инсајдера (1980) – Комисија је овлашћена да конфискује не само профит од инсајдерских информација, већ казна може бити троструко већа, а затворска казна до 10 година.

Након великих корпоративних скандала (Енрон и др.) 2002. године са учешћем ревизора – лажни извештаји, донет је Закон о реформи система извештавања јавних компанија и заштити инвеститора. У случају фалсификовања ових извештаја затворске казне су повећане до 20 година, казне за правна лица до 25 милиона \$, а за физичка лица до 5 милиона \$.

Закон је дао већа овлашћења Комисији за хартије од вредности и берзе и повећао захтеве према ревизорима и менаџерима компанија. Постоји изрека да криза открива оно што је ревизорима промакло.

## 2. Савремена финансијска криза (2008–)

У савременим економијама појавили су се проблеми карактеристични за Велику депресију 30-их година прошлог века. Савремене тенденције развоја везане су за последњу деценију прошлог века, када је дошло до колосалног успона светских тржишта хартија од вредности, уз велике институционалне промене, појачану глобализацију, конкуренцију, либерализацију, децентрализацију, технолошке иновације и секјуритизацију.<sup>2</sup> Секјуритизација је довела до повећане улоге институционалних инвеститора (инвестициони фондови, осигуравајуће компаније, пензиони фондови), на које је, уочи актуелне Светске кризе од 2008. године (која још траје) отпадало више од половине укупног светског тржишта капитала. Актуелни слом тржишта хартија од вредности захтевало је измене и корените реформе у системима регулације финансијских тржишта и нове услове за регулативно-надзорне органе. Председник Барак Обама истиче да је реч о највећим реформама после 30-их година прошлог века (Програм од 1.500 страна).<sup>3</sup> Он је у свој Саветодавни одбор за економски опоравак укључио Пола Вокера, бившег председавајућег Одбора за федералне резерве и Била Доналдсона, некадашњег директора Комисије за хартије од вредности и берзе.

Пред САД су огромни проблеми. За две године више од седам милиона људи је изгубило посао услед најдубље рецесије. „Били смо на рубу друге Велике депресије, претрпели смо ужасну кризу, али ћемо обуздати злоупотребе и лобисте“ – изјавио је Обама.

2 Јозеф Стиглиц, *Противуречности глобализације*, Београд, 2002.

3 Барак Обама, „Корените реформе финансијског сектора“, *Банкарство*, 1–2, 2010.

Нарочити значај имају промене регулативе које се тичу трговине хартијама од вредности, уз инсајдерске информације и манипулације на тржишту. У САД су 80-их година прошлог века донета два закона ради спречавања инсајдерске трговине, уз повећање износа санкција (стотине милиона долара) и затворских казни (до 10 година).

*Евројска унија* је 1998. године донела Директиву о трговини уз коришћење инсајдерских информација са повећањем казни, с обавезом националних законодавстава чланица да исте инкорпорирају. У 1998. години ОЕЦД је усвојио Принципе корпоративног управљања, као међународне стандарде.

У земљама ЕУ (Велика Британија, Шведска, Данска, Норвешка, Финска и Мађарска) Аустралија, Сингапур, Канада, Јужна Кореја и Јужноафричка Република спровели су реформу регулаторног система стварањем једног регулатора свих финансијских институција (банке, осигурања, брокера, пензиони и други фондови).

У најкраћем, наводимо неке специфичности савремених система регулације тржишта хартија од вредности у Великој Британији и Немачкој.

Реформа система регулације целог финансијског сектора *Велике Британије* довела је до обједињавања у један орган све досадашње регулаторне функције појединих тела. Тако је Законом о финансијским услугама и тржиштима 2000. године, настао мегарегулатор Управа за финансијске услуге.

Законом су дефинисане обавезе мегарегулатора: да обезбеђује поверење у финансијски систем земље, да помаже становништву у бољем разумевању финансијског система, да обезбеђује већу сигурност за инвеститоре и смањује могућност кршења закона, обезбеђујући владавину права.

Мегарегулатор наведене задатке остварује (са око 2.300 запослених) лиценцирањем учесника тржишта, увођењем стандарда капитала, контролом и сталним мониторингом њихове делатности, вођењем база података, информисањем инвеститора о могућим механизмима инвестирања, стварањем механизма компензације за инвеститоре и сталне контроле спровођења закона у живот. Жестокe санкције (затвор до 7 година и накнада добијеног профита) предвиђене за инсајдере (директоре компанија, супруге, децу, као и за државне чиновнике који поседују информације од утицаја на цену хартија од вредности).

Нормативно-правна основа тржишта капитала *Немачке* заснивала се на Закону о берзама и Закону о трговини хартијама од вредности, што су били закони-узори и за српске законописце. Познати су по државном комесару (Министарство економије) на берзи, као и де-

централизованог регулације по појединим регијама. Законом о трговини хартијама од вредности (1994) створен је савезни орган – Савезна Комисија за тржиште хартијама од вредности (запошљава око 140 људи) и формално је главни орган државне контроле, док паралелно и даље делује специјални орган регије.

За разлику од америчке Комисије (*SEC*), Немачка комисија остварује општи надзор на тржишту и поштовање законодавства, али нема овлашћење да спроводи истраге. За инсајдерске информације казне су до 5 година затвора. Захваљујући контроли и дисциплини у Немачкој није било великих скандала на тржишту хартија од вредности, али су плаћене велике казне.

У Немачкој је (2002) Законом о интегрисаном систему финансијског надзора створен јединствен мегарегулатор финансијских институција (са око 1.000 запослених).

Исте године донет је и Закон о развоју финансијског тржишта, са јачањем заштите инвеститора, повећање транспарентности и мерама за кршење закона (за манипулације на тржишту казне до 1,5 милиона евра). Коначно, савремено немачко законодавство тржишта хартија од вредности у неким сегментима показује супериорност у односу на америчко.

### III Усавршавање регулативе у Србији

Два позната закона (о хартијама од вредности и берзама), Србија је донела у последњој деценији прошлог века (1989) који су дали правну основу за обнову и развој тржишта хартија од вредности и Београдске берзе.

Важећи Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, усвојен 2006. године, није укључио пет директива Европске уније, које су већ биле донете закључно са 2003/2004. годином, и то:

- Директива о шемама заштите инвеститора (1997),
- Директива о трговању на основу инсајдерских информација и о тржишним манипулацијама (2003),
- Директива у вези са информацијама садржаним у проспекту и објављивањем проспекта (2003),
- Директива о тржиштима финансијских инструмената (2004),
- Директива о хармонизацији захтева за транспарентност у вези са информацијама о издаваоцима чије су хартије од вредности примљене на регулисано тржиште (2004).

Сада се пред усвајањем у Скупштини Републике Србије налази нови предлог Закона о тржишту капитала, који треба да хармонизује нашу регулативу са ЕУ и прилагоди је достигнутом економском-финансијском развоју тржишта. У међувремену, у заглашујућој буци „уста пуних реформи“ завршен је процес приватизације (нови власници компанија постали су купци, али и најамни радници – НИС са око пет милиона акционара). Држава је, по систему земљотреса, по ниским ценама продала предузећа, вреднујући их са становишта потенцијала бизниса, док су купци иста посматрали као имовину, а фирме су ликвидирали. Према подацима Агенције за приватизацију раскинут је сваки четврти уговор, па иста признаје да је приватизацију требало спроводити уз много строже критеријуме и контроле. Наводи се да је само један купац приватизовао 17 фирми, од којих је 10 уговора раскинуто! Држава је од приватизације обезбедила приход од око три милијарде евра, што је мање од преузетих дугова и социјалних давања. Сваки трећи запослени у тим предузећима остао је без посла, предузећа су продавана на рате, а имовина је отуђивана пре коначне отплате.

Примењивани модел приватизације директно је утицао на модел регулације тржишта капитала у Србији. Резултати су изостали, а очекивања изневерена. Прогнозе напретка нису охрабрујуће. Страни инвеститори траже велике субвенције државе и преферирају азијски регион са процењеним највишим стопама раста (Кина – 11% годишње).

Обављене су бројне трговачке трансакције (тржиште капитала чак постаје и државни магацин), хартије од вредности као финансијски инструмент су постале готово без вредности, поборници концепције економског либерализма позивају на државну помоћ и интервенцију из дефицитног буџета, стаје привредна активност, расте незапосленост и бесперспективност. Регулатори тржишта хартија од вредности раде без граница – са истеклим мандатом и поднетим оставкама. Комисија за хартије од вредности уз пуну сарадњу са министарствима, тужилаштвом и судовима, треба да чува интегритет тржишта капитала и заштиту инвеститора. Како, онда, уз законе, како се наводи, „с рупама“ и мала овлашћења Комисије, обезбедити владавину права на тржишту капитала, на коме тржишни учесници имају свој легитимни циљ: профит, ако фирме уопште преживе актуелну кризу?<sup>4</sup> Ако се нови Закон о тржишту капитала усклади са међународном праксом, треба обезбедити његово делотворно спровођење. У годишњем извештају ЕУ најнижа оцена дата је развоју тржишта капитала у Србији, а Светски економски форум сврстава Србију на 137. место од 139 земаља по заштити малих акционара.

4 Инспирација према: Мирко Васиљевић, *Беседе*, Београд, Правни факултет, 2011.



Конечан економски резултат рада сваког регулатора тржишта капитала мери се обимом инвестиција, ликвидношћу тржишта, величином актива у хартијама од вредности, снижењем волатилности. Правно посматрано резултат је поштовање закона, заштита инвеститора и владавина права у интересу државе, корпорација и грађана.

Да ли ће даљи развој и регулација тржишта капитала ићи „осрпски“ или „рузвелтовски“? Да ли ће међународно искуство борбе са инсајдерским информацијама и малверзацијама и заборављена добра традиција бити одговор на последице велике кризе?

#### IV Уместо закључка

Повратак економске депресије и актуелна Светска криза 2008. године, отвориле су стара питања на нов начин, која захтевају нове одговоре. Антикризна регулација тржишта капитала и обезбеђење владавине права, како је показала историја највећих финансијских криза, представљају *sine qua non* даљег развоја овог тржишта.

Са посматране историјске дистанце, фасцинира енергија и поштовање струке, од стране бившег председника САД Рузвелта, у борби за интересе своје државе, бизниса и грађана.

Честе измене закона и закаснела хармонизација новог српског закона о тржишту капитала са директивама Европске уније, стварају простор за „слободно“ понашање учесника на тржишту и губитак поверења инвеститора.

Сprovedена приватизација предузећа дала је ефекте испод очекиваних и одредила модел регулације тржишта хартија од вредности. Улога и статус регулатора тржишта капитала и међусобна сарадња државних органа треба да допринесу подизању нивоа ефективности и владавине права.

Mag. Miloš JANKOVIĆ  
Director in UBB Belgrade \*

## ANTI-CRISIS REGULATION AND THE RULE OF LAW IN THE CAPITAL MARKET

“The Law that is not respected  
is more detrimental than the  
Law that does not exist.”

Borislav Pekić

### Summary

*In this work the author considers the development of the legislature, in the time of the Great depression in the USA, 1929–1933 and the return of the depression economics, through the modern Global financial crisis of 2008 with an accent on the current thorough reforms of the capital markets regulation, especially in the most developed countries.*

*The Serbian capital market is viewed in the process of development, transformation and modernization, the need for reform and renewal through the strengthening of government regulation, harmonization of the legislative base and the oversight system as well as sanctions for policy violation.*

*The crucial influence of the privatization model on the model of capital market regulation is noted.*

*The author concludes that the domestic capital market law is characterized by the lack of transparency, inefficiency and the lack of a systematic approach to the creation of a regulatory framework.*

**Key words:** capital market, financial crisis, regulation, laws, rule of law, sanctions.

---

\* The fourth President of the Republic of Serbia Securities Commission.