

др Владимир ВРАЧАРИЋ

ВОЛКЕРОВО ПРАВИЛО: НОВА ВЕРЗИЈА ГЛАС-СТИГЛ ЗАКОНА?*

„Но, данас смо се упетљали у огромну неприлику испустивши из руку контролу над осетљивом машином чији рад не разумемо.“

Кејнз, 1930.

Резиме

У овом раду аутор објашњава процес доношења Волкерове правила, његове главне елементе и циљеве и анализира његове економске и друге утицаје и допринос стабилизацији финансијског система. Он посебно истиче значај примене овог правила и указује на прејуре у његовој изradi и примени. Аутор закључује да ће израда и примена Волкерове правила бити тешка због различитих интереса, очекивања и захтева.

Кључне речи: светска финансијска криза, финансијски систем, реформа финансијске регулативе, Глас-Стигл, Дог-Френк, Волкерovo правило.

* Глас-Стигл закон (*The Glass-Steagall Act of 1933*) донет јуна 1933., у току Велике депресије, чији је званични назив Закон о банкарству из 1933. (*The Banking Act of 1933*) увео је савезну агенцију за осигурање депозита у САД, укључујући и банкарске реформе, од којих су неке имале за циљ да контролишу спекулације. Види: Glass Steagall, доступно на адреси: http://freerisk.org/wiki/index.php/Glass_Steagall.

I Увод

Светска финансијска криза 2007–2009. је подстакла расправу о реформи светског финансијског система и јачању финансијске регулативе, највећу после 1930-их. То нимало не изненађује када се већ дуго зна да финансијски ресурси (финансије) представљају „фино уље“ за подмазивање и покретање важних тачкића све развијенијег и компликованијег светског привредног механизма, посебно у све глобализованој привреди.

Финансијска тржишта, чија је основна улога (ефикасна и профитабилна) алокација финансијских ресурса, према Штиглицу, представљају „мозак“ финансијског и привредног система и централно место за доношење пословних одлука. Ако ова тржишта не функционишу, не само да ће профити финансијског сектора бити мањи од очекиваних, већ перформансе целог привредног система могу бити погоршане. Значај финансијске делатности (финансијског сектора) за целу привреду се разликује од земље до земље.¹

Криза – велика рецесија, која је почела 2008. у Америци захватила је цео свет, остављајући више десетина милиона људи у свету без посла и у сиромаштву. Штиглиц истиче да је привредама неопходна *равношежа између улоге тржишта и државе* – уз важно учешће нетржишних и невладиних институција. Међутим, Америка је у последњих 25 година *изгубила ту равнотежу* и тако је дестабилизovala државе широм света. Америчка финансијска тржишта (тржишта) нису успела да изврше своје основне друштвене функције везане за управљање ризицима, алоцирање капитала и мобилисање штедње и обезбеђивање ниских трансакционих трошкова.

Тек по избијању финансијске кризе, која је захтевала велику државну интервенцију и финансијску помоћ (и то првенствено финансијском сектору), у САД и широм света, скоро сви су закључили да је неопходна (финансијска) регулација, и то много јача него што је била пре кризе.²

1 Велике промене у индустрији финансијских услуга (финансијском сектору) су битне и имају прожимајући утицај на локалну, регионалну и светску економију. Све већи проценат укупно запослених у свету, нарочито у развијеним земљама, је ангажован у финансијском сектору. На пример, значај америчког финансијског сектора је представљен кретањем његовог учешћа у БДП, у периоду 1860–2007: 1860. око 1,5%; 1930. 5,7%; 1940-их око 2%, и (пре избијања кризе) 2007. око 8%. Вид. В. Врачарић, *Међународно реулисање сукоба интереса у инвестиционом банкарству*, докторска дисертација, Правни факултет, Београд, 2011, стр. 25–26, 36–37 и *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, доступно на адреси: http://en.wikipedia.org/wiki/Dodd-Frank_Wall_Street_Reform_and_Consumer_Protection_Act.

2 Уместо тога, тржишта су створила (огромне) ризике, погрешно алоцирала капитал и подстакла претерано задуживање, и истовремено повећала трансакционе

Реформа глобалног финансијског система још траје. У САД су контуре финансијске реформе јасне, мада су многи детаљи препуштени различитим регулаторима, и као у многим другим областима, проблем (ђаво) се налази у детаљима!

Као реакција на кризу, 21.7.2010. донет је Дод-Френк-ов закон (*The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*) – Закон о реформи Волстрита и заштити корисника финансијских услуга у САД. Закон уређује пет кључних области са важним принципима. Међутим, сматра се (Штиглиц и др.) да резултат не обећава много, добијен је закон који подсећа на швајцарски сир – чини се да је јак, али са великим рупама.³

трошкове. Банке и финансијске институције су креирали нове инструменте за инвестирање и управљање ризицима који су били толико опасни да су запретили обарањем – блокадом целог америчког финансијског система. На свом врхунцу, у годинама пре кризе, нарасла (балон) финансијска тржишта су абсорбовала 40% профита корпоративног сектора. „Тржиште“ је погрешно проценило ризик неплаћања и препакивања другоразредних хипотекарних кредита у нове производе – хартије од вредности са највишим рејтингом ААА, верујући рејтинг агенцијама и инвестиционим банкама. Амерички финансијски регулатори, ФЕД (Централна банка САД) на челу са Гринспеном и Бернанкијем, и други, су све посматрали са стране и дозволили да се то догоди (уруши амерички и светски финансијски систем). ММФ, Министарство финансија САД и др. веровали су у тржишни фундаментализам и „невидљиву руку тржишта“ (дерегулацију и саморегулацију) – ефикасна тржишта сама себе исправљају и најбоље је препустити их њиховим инструментима ако се жели максимизирање раста и ефикасности! Вид. J. E. Stiglitz, *Freefall – America, free markets, and the sinking of the world economy*, New York, 2010, стр. 16, 27, 29.

- 3 Указује се да уз толико дискреционих права регулатора – од којих неки пре кризе нису ни веровали у регулацију – нема много гаранција да ће реформе бити довољно снажне да привреду и друштво заштите од недавних невоља (кризе). Нажалост, главни део законске стратегије банака је био утврђивање изузетака тако да ће снага и примена било ког прописа бити углавном ослабљена. Главне области-питања су: 1) (очекивана) јака и независна комисија за сигурност финансијских производа ради заштите обичних америчких грађана од превара у финансијском сектору; 2) регулатор системског ризика (Савет за финансијску стабилност) који посматра (финансијски) систем као целину. Међутим, овај регулатор може само да даје препоруке ФЕД-у, институцији која није успела да спречи кризу и има чврсте везе са банкарским системом чије интересе одражава (вероватно се исти модел користи и у Србији!?); 3) спречавање претераних ризика у банкарству, посебно проблем краха и спашавања сувише великих банака (*too-big-to-fail banks*). На пример, Европа је ограничавање банкарских бонуса ставила у центар регулаторних реформи, што су америчке банке успеле да спрече. Пол Волкер је уз Обамину подршку тражио ограничавање трговачких шпекулација у комерцијалним банкама уз коришћење сопственог капитала (*proprietary trading*). Ово Волкерово правило многи сматрају „мини-обнављањем“ Глас-Стигл закона, који је до 1999. раздвајао комерцијално и инвестиционо банкарство, и чије укидање је директно утицало на појаву проблема у америчком финансијском систему. Такво трговање доводи до коришћења сукоба интереса (банке су понекад остваривале профите на на рачун својих клијената)

Да ли је овог пута у питању и покушај примене неких принципа на којима се заснивао познати Глас-Стигл закон с почетка 1930-их година, који је, поред осталог, строго одвајао комерцијално од инвестиционог банкарства?

Многи су крајем 2009. предлагали поновно увођење Глас-Стигла (ГС) како би се „сувише велике банке да би пропале“ приморале да се врате конвенционалном (комерцијалном) банкарском послу, остављајући другим финансијским институцијама преузимање (великих) ризика или управљање ризицима. Међутим, такав предлог је наишао на велики отпор, а један од бивших регулатора је тврдио да би раздвајање компанија (интегралног комерцијалног и инвестиционог – универзалног банкарства) било неразумно.⁴

Дод-Френк закон има за циљ да промовише финансијску стабилност САД повећавањем одговорности и транспарентности у финансијском систему, да реши проблем „сувише великих да би пропали“, да заштити америчке пореске обвезнике укидањем спашавања, да заштити кориснике од преварне праксе у области финансијских услуга и за друге циљеве.⁵

II Волкерово правило – најспорнији део регулаторне реформе

Као важан део (Одељак/Section 619.) америчког Дод-Френк закона, Волкерово правило (*Volcker Rule*) је изазвало највећу расправу, у којој његови противници настоје да онемогуће или одложе његову примену у измењеном и једноставнијем облику.⁶

и инсајдерских информација уз преваљивање губитака на пореске обвезнике; 4) јаче регулисање финансијских деривата (инструмената за осигурање од ризика или коцкање?) и 5) овлашћење државних органа у спашавању банака (законодавац још није решио проблем спашавања сувише великих институција које су склоне да преузимају огромне ризике а и будуће рачунају на државну помоћ). *Ibid.*, стр. 136–7.

4 На пример, увођењем ГС, Голдман Сакс Група не би могла више да буде банкарска холдинг компанија која узима депозите осигуране од стране државе, итд. Види: Glass Steagall, доступно на адреси: http://freerisk.org/wiki/index.php/Glass_Steagall.

5 Дод-Френк, са укупно 848 страна, захтева од регулатора да донесу 243 прописа, ураде 67 студија и издају 22 периодична извештаја. Вид. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, доступно на адреси: www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf.

6 Ова правило је добило назив по бившем гувернеру ФЕД-а, Полу Волкеру и председнику Обаминог економског савета. Одељак 619., под називом Забрана трговања за сопствени рачун и одређених односа са хец фондовима и приватним фондовима за ризична улагања чини саставни део Поглавља VI – Унапређење

Говорећи о финансијској реформи, у јануару 2010. Пол Волкер је рекао да он тражи да комерцијално банкарство буде главни сегмент финансијског система, и да се морају смањити његове активности на тржишту капитала. Али, он истиче, то не значи (потпуно) враћање на Глас-Стигл, и да се његови ставови погрешно тумаче.⁷

Кључно је да Волкерово правило забрањује осигураним депозитним институцијама и њиховим афилијацијама да: тргују за свој рачун (*proprietary trading*); стичу или задржавају било какав власнички удео, партнерство или други власнички интерес у хедџ фонду (*hedge fund*) или приватном фонду за ризично улагање (*private equity fund*); и да спонзоришу хедџ или приватни фонд (фондови).⁸

Треба истаћи да се ова забрана не односи на небанкарске финансијске компаније (инвестиционе банке, хедџ фондови и др.), које Савет одреди за надзор од стране Одбора гувернера (ФЕД). Ове компаније би могле бити у обавези да обезбеде додатни капитал и да поштују додатна квантитативна ограничења везано за њихове одређене активности. (Важно је имати у виду да су трговачке активности све важнији извор великих профита финансијских институција, посебно небанкарских, поред активности преузимања и пласмана емисија акција и обвезница (*underwriting*) и саветовања интеграција и припајања компанија – M&A).

Волкерово правило би се односило на трговање за свој рачун (трговање) и активности са фондовима америчких банкарских организација, без обзира на место реализације трговања или активности. Код не-америчких банкарских организација ово правило би се примењивало само на трговање и активности са фондовима у САД или такве активности ван САД, ако оне обухватају понуду хартија од вредности (хов) америчком резиденту. Иако је Волкерово правило ублажено

регулације холдинг компанија банкарских и штедних асоцијација и депозитних институција. *Ibid.*

7 Глас Стигл је у основи уредио да банке не могу да преузимају корпоративне хартије од вредности или да њима тргују, а Волкер би сада то дозволио. Он признаје да је разликовање и одвајање активности на тржишту капитала и трговања од банкарских активности донекле у духу Глас Стигла. Тржиште капитала не би требало јако регулисати, али би у изузетним ситуацијама велике и нестабилне институције требало пустити да (контролисано) банкротирају уз одређену процедуру. Вид. Glass Steagall, доступно на адреси: http://freerisk.org/wiki/index.php/Glass_Steagall.

8 Трговање за сопствени рачун се дефинише као деловање принципала преко трговачког рачуна банкарске организације или надзиране небанкарске финансијске компаније у свим трансакцијама куповине или продаје или другог стицања и отуђења дужничких и власничких хартија од вредности (хов), роба, дериватива или других финансијских инструмената. Вид. Financial Institutions, The Volcker Rule, доступно на адреси: www.skadden.com/newsletters/fsr_The_Volcker_Rule.pdf.

у односу на почетну верзију, наведена органичења би имала утицај на способност америчких банака да пружају производе и услуге инвестиционог управљања који су конкурентни у односу на небанкарске фирме и не-америчке банкарске организације на страним тржиштима.

Волкерово правило такође *дозвољава* трговачке трансакције: државним хов; у вези са преузимањем (гарантовањем) или стварањем тржишта (*market making*) у обиму који не превазилази тражњу клијената, потрошача или друге стране и друге трансакције.⁹

Забрањује се трансакција или активност банкарске организације везана за трговање или спонзорисање или улагање у фонд, уколико би она: довела до стварног сукоба интереса између банкарске организације и њених клијената, потрошача или друге стране; довела до излагања банкарске организације „високо-ризичним пласманима“ или „високо-ризичним стратегијама“ (дефинисаних правилима која доносе регулатори); представљала опасност за сигурност и здравље банкарске организације; или опасност за финансијску стабилност САД.

Према члану Одбора гувернера Федералног резервног система САД, Тарулу (*Tarullo*), један од најтежих задатака приликом примене органичења из Волкеровог правила (Правило) је разликовање забрањених трговачких активности за сопствени рачун (уз краткорочно остваривање профита) и дозвољених активности стварања тржишта (маркет-мејкинг: куповина и продаја хов од стране исте институције а за рачун клијената уз уговорену накнаду). Ово разликовање је важно због кључне улоге коју ствараоци (и одржаваоци) тржишта (маркет-мејкери) играју у омогућавању ликвидних тржишта за хартије од вредности (хов), деривате и другу имовину (активу).¹⁰

9 Такође су дозвољене одређене трансакције хецинга (осигурања) за ублажавање ризика везане за холдинг осигураних депозитних институција; затим улагање у инвестиционе компаније за мале фирме; офшор трговање осигураних депозитних институција; као и друге активности за које регулатори утврде да промовишу и штите сигурност и здравље банкарских организација и финансијску стабилност САД. *Ibid.*

10 Другим речима, разликовање између чистог трговања и маркет-мејкинга је теоретски једноставно и директно. На једној страни, трговање се одвија у једном пословном делу банке, са јединим циљем да се оствари краткорочни профит, без икакве везе са клијентом – пружања услуге и подршке или посредовање. Овакви „интерни хец фондови“ су већ постојали у многим афилијацијама банака много пре појаве Волкеровог правила. Многе банке су већ издвојиле/укинуле ове активности (које нису оријентисане на клијенте), и већ унапред усклађују своје активности са Волкеровим правилом (Правило). На другој страни се налазе чисто агенцијски оријентисани маркет-мејкери, који делују као посредници, стално повезујући велики број купаца и продаваца одређене активне, без заузимања позиције са том активом. Профит се остварује или обрачунавањем више продајне цене купцима од набавне или наплатом провизије. Али, овакве безризичне маркет мејкинг активности су веома ретке на тржишту трговања.

Таруло тврди да је циљ Правила и осталих одредби Дод-Френка да се максимизира финансијска стабилност и друге друштвене користи уз најмање трошкове на страни расположивих кредита и економског раста.

III Примена, утицај и оспоравање Волкеровог правила¹¹

Колико ће Волкерово правило бити ефикасно у одвајању комерцијалног банкарства од ризичног трговања хартијама од вредности углавном ће зависити од конкретних прописа које ће регулаторне агенције у наредном периоду објавити за примену наведених ограничења, и када ће се захтевати њихова примена (закон омогућава банкама да траже продужење до 12 година!?).¹²

У пракси, купци и продавци се појављују у различито време са сличним и/или различитим захтевима, при чему маркет мејкери формирају залихе и управљају изложеношћу активи за коју они стварају тржишта, како би обезбедили да непрекидно испуњавају захтеве својих клијената. У широком међупростору, између два наведена примера, тешко је правити разлику између забрањеног трговања и маркет мејкинга, јер ове активности имају неколико заједничких важних карактеристика. Код обе активности, банкарски ентитет генерално делује као принципал у трговању одређеном позицијом, држи ту позицију само релативно кратко време, и остварује профите (и сноси губитке) на основу промене цене одређене позиције. Отуда, куповина или продаја одређеног блока хов очигледно није дозвољена или забрањена, гледајући само особине саме трансакције. Уместо тога, Правило разликује ове активности тако што има у виду намену/циљ трговања и намеру трговца (трејдера). Ове субјективне карактеристике се могу тешко разлучити у пракси, нарочито у контексту комплексних глобалних тржишта трговања на којима једна фирма може да се укључи у хиљаде или више трансакција дневно. Исти изазов постоји код покушаја да се прави разлика између хеџинг трговања и трговања за сопствени рачун (proprietary trading). Вид. *The Volcker Rule, Testimony by Mr Daniel K. Tarullo*, Washington DC, 18 Jan 2012, доступно на адреси: www.bis.org/review/r120119b.pdf.

- 11 Америчка Комисија за хов и берзе (*US Security and Exchange Commission – SEC*) (СЕК) и други банкарски регулатори су заједнички предложили закон за примену Волкеровог правила у октобру 2011, а Комисија за трговање робним фјучерсима је објавила свој предлог у јануару 2012. Пре примене Правила, СЕК ће прегледати и размотрити писма са коментарима, примљеним до 13.2.2012, укључујући коментаре о међународном утицају предложеног Правила. Очекује се да ће особље пет регулаторних агенција: ФЕД, СЕК, Трезор, Контролор валуте и Комисија за фјучерсе, организовати детаљну расправу о главним питањима, пре него што наставе рад на изради прописа. У припреми за примену Дод-Френка, СЕК активно води дискусије са партнерима у иностранству ради подстицања међународне координације регулаторних реформи. Вид. *Testimony by E. B. Walter, concerning „International Harmonization of Wall Street Reform: Orderly liquidation, derivatives, and the Volcker Rule“*, March 22, 2012, доступно на адреси: <http://sec.gov/news/testimony/2012/ts032212ebw.htm>.
- 12 Вид. *The Glass-Steagall Act and the Volcker Rule*, доступно на адреси: <http://www.nw-rules.org/print/banking/rules/glasssteag>.

Америчке регулаторне агенције су предложиле оквир за имплементацију Волкеровог правила који обухвата: објашњење фактора за разликовање забрањених од дозвољених активности; обавеза банака са значајним трговачким активностима да примене програм за контролу њихових активности ради обезбеђивања спровођења Правила; прикупљање податка и извештавање и др. Посебно ће се настојати да се смањи оптерећење Правилем код мањих, мање сложених банака, које се ангажују у малом броју активности или нимало.

Сматра се да ће забрана трговања за свој рачун несумњиво утицати на трговачко понашање банкарских ентитета и да је процес доношења одговарајућих прописа сложен.¹³

Тврди се да ће примена Волкеровог правила смањити квалитет и капацитет услуга маркет-мејкинга које банке пружају америчким инвеститорима. Предлаже се да агенције пажљиво размотре у својим кост-бенефит анализима краткорочне и дугорочне ефекте Правила.¹⁴

Оспоравања овог важног правила долазе од стране великих финансијских институција (Вол Стрита), неких регулатора, страних влада и др. Процењује се да у борби око Волкеровог правила све више поена убира управо Вол Стрит. Од свих правила из Дод-Френка, ово правило највише погађа лукративне активности великих и познатих фирми.

Дакле, свима је јасно да ће Волкерово правило имати директан утицај на највеће Вол Стрит фирме са обимним трговачким активностима (које преко својих добро плаћених лобиста имају велики утицај на законодавни и регулаторни процес у САД и свету). Посебно се траже измене које ће сачувати америчко и глобално тржиште секјуритизираних производа. С обзиром да је поднето више од 17.000 писама коментара, питање је да ли ће Правило моћи да се заврши до краја 2012. и шта ће на крају остати од почетног предлога.¹⁵

13 The Volcker Rule, Testimony by Mr Daniel K. Tarullo, Washington DC, 18 Jan 2012.

14 Инвеститори и емитенти хов ће морати да се скупље задужују, прибављају капитал, инвестирају, осигуравају ризике и обезбеђују ликвидност за своје позиције. Вероватно ће не-банкарски маркет мејкери компензовати део или цео изгубљен капацитет стварања тржишта, али са непредвидивим и потенцијално негативним утицајем на сигурност и здравље финансијског система. Вид. D. Duffie, „Market making under the proposed Volcker Rule“, Jan 16, 2012, доступно на адреси: www.sifma.org/issues/item.aspx.

15 ГОП (*Government Accountability Office – GOP*) проценио је прошле године да су само групе за трговање за свој рачун у шест највећих банака оствариле приходе у износу од 15,6 милијарди УСД од 2006–2010. Вид. R. Schmidt, P. Mattingly, „Bank Lobby’s Onslaught Shifts Debat on Volcker Rule“, Bloomberg Businessweek, Marh 26, 2012, доступно на адреси: <http://www.businessweek.com/printer/articles>; Joint Association Comments on the Joint Notice of Proposed Rulemaking Implementing the Provi-

IV Уместо закључка

Као код припреме и спровођења свих великих финансијских (и других) реформи, тако се и код писања и спровођења Волкеровог правила, кључног и најспорнијег дела Дод-Френк закона о реформи, већ појављују велики отпори, проблеми и нејасноће, те се може очекивати његова тешка и одложена примена у измењеном облику. Иако је свима јасно да се овим правилом жели спречити избијање будућих криза, као оне 2007–2009, изгледа да су и овог пута јачи и важнији интереси моћних људи и институција и да коначна одлука зависи од политичке воље главних светских финансијских центара.

Vladimir VRAČARIĆ, PhD

VOLCKER RULE: NEW VERSION OF GLASS-STEAGALL ACT?

Summary

In this article author explains the process of making Volcker Rule, its main elements and tasks, analyzes its economic and other impacts and contribution to stabilization of financial system. He particularly emphasizes the importance of implementation of the Rule and points to obstacles to its finalization and start of implementation. Author concludes that making and implementation of the Volcker Rule will be difficult because of different interests, expectations and requirements.

Key words: *world financial crisis, financial system, financial regulatory reform, Glass-Steagall Act, Dodd-Frank Act, Volcker Rule.*

sions of the Volcker Rule that Impact Securitizations, AFME, ASIFMA, ICMA, Feb 13, 2012, доступно на адреси: www.smartbrief.com.