

ФИНАНСИЈЕ

UDK: 336.76

Biblid 1451-3188, 14 (2015)

Год XIII, бр. 51, стр. 228–239

Изворни научни рад

др Добрица ВЕСИЋ¹

ЗЛОУПОТРЕБЕ НА ТРЖИШТУ КАПИТАЛА

ABSTRACT

The capital market is very dynamic high-growth and substantial diversification of financial products or instruments. The organized capital market activities usually directed authorized organizers (financial, stock, the-counter market) under the supervision of the regulatory public legal bodies. On a regulated market to ensure transparency of transactions in securities, apply strict rules of trading and the market is open to the public. Each country is trying to build an effective system of protection against the misuse of information, especially those that are not available to all participants in the capital markets. Abuse are present due to the application of certain modern technology stock exchange, increased dynamics in international financial relations, and the use of new, sophisticated, information technology. On all measures taken to be imposed for violation of legal rules on abuses in the financial markets the Commission for the Securities can inform the public.

Key words: capital markets, abuses, legal market, EU, Serbia.

I) СВРХА

Финансијски систем сваке земље, у свим својим облицима, треба да је у функцији реалне економије, а не шпекулативне економије. Стога, свака држава

¹ Институт за међународну политику и привреду, Београд. Е-маил: dobrica@diplomacy.bg.ac.rs. Рад представља део научног пројекта Института за међународну политику и привреду: „Србија у савременим међународним односима – стратешки правци развоја и учвршћивања положаја Србије у међународним интегративним процесима – спољнополитички, међународни економски, правни и безбедносни аспекти”, финансираног од стране Министарства, просвете, науке и технолошког развоја Владе Републике Србије (евиденциони број: 179029).

да својим регулаторним и надзорним мерама спречи могуће деформације у овој области, односно настоји да изгради ефикасан систем заштите против злоупотребе информација, посебно оних које нису доступне свим учесницима на тржишту капитала. Код финансијске берзе је неопходно поред усклађивања интереса власника берзе (акционара), чланова берзе, ускладити интересе и са интересима субјеката који су у непосредном или посредном пословном односу са берзом (емитенти хартија од вредности, имаоци хартија од вредности, купци хартија од вредности и сл.). Под конфликтним интересима се сматрају случајеви када *упућена лица* (лица која познају пословање укључујући и пословну тајну) и *овлашћена лица* (лица која су овлашћена да учествују у пословању и познају пословну тајну) на финансијској берзи, не поштују своју обавезу лојалности њених комитената. Конфликтни интереси могу бити интерни, када се конфронтација интереса инструментализује одређеним облицима понашања унутар правног лица и екстерни када упућена или овлашћена лица развијају властиту паралелну конкурентску делатност на институционализован или неинституционализовани начин. Управо се из тих разлога правна правила забране злоупотреба непрекидно усавршавају, а потом и примењују у пракси. То је условљено новим организационим, техничко-технолошким тенденцијама које шире мотивацију, средства, прилике за злоупотребе на финансијском тржишту се умножавају. Дакле, злоупотребе су присутне због примене одређене савремене берзанске технологије, повећане динамике у међународним финансијским односима и применом нових, софистицираних, информатичких технологија. Правна правила о забрани злоупотреба на тржишту капитала односе се на сваки финансијски инструмент који је укључен у трговање на регулисаном тржишту, односно МТП. Препорука представља информацију којом се изричито или прећутно препоручује или предлаже стратегија улагања у погледу једне или више хартија од вредности, односно њихових емитената (мишљење о тренутној или будућој вредности и цени тих хартија од вредности намењених дистрибуционом каналу или јавности). Под даваоцем препоруке се подразумева физичко или правно лице које дистрибуира препоруке при обављању своје професије или своје пословне делатности. Комисија за хартије од вредности прописује шта сматра изричитим, односно прећутном препоруком². Лице које даје препоруку дужно је да у препоруци обезбеди:

- (1) да се јасно разликује чињеница од тумачења, процена, мишљења и остале врсте нечињеничних информација;
- (2) да су извори поуздани, посебно када постоји сумња у поузданост извора, да се то јасно наведе;

² Правила о препоруци садржана су у чл. 87-90. Закона о тржишту капитала.

(3) да су сва предвиђања, прогнозе и циљане цене јасно означене и да се при томе наведене значајне претпоставке на којима се исте заснивају;

Јавне институције које објављују статистичке податке, који могу имати значајног утицаја на финансијско тржиште, дужне су да информације објављују на праведан и транспарентан начин. За финансијску берзу је карактеристично, да обавља бројне послове на регулисаном тржишту капитала, односно својој регистрованој делатности и то на стручан, непристрасан, објективан начин, а све у циљу остваривања добити (профита). Посматрано у функционалном смислу делатност берзе се одвија на бази информатичке технологије и јединственог система пословања заснованог на подсистемима, којима се обезбеђује усклађеност, истовременост, транспарентност обављања послова на финансијској берзи. За финансијску берзу се често каже да је атипична финансијска организација, јер је њено пословање само у посредној вези са новцем и хартијама од вредности. Треба истаћи да је финансијској берзи *забрањено* да у своје име тргује са хартијама од вредности, и да пружа савете који се односе на куповину и продају хартија од вредности, као и избор инвестиционог друштва. Финансијској берзи је изузетно дозвољено да улаже у хартије од вредности које емитује република, Народна банка Србије, јединице локалне самоуправе или одговарајуће иностране институције. То значи, да делатност финансијске берзе није екстерно усмерена, већ је интерно организована и састоји се у организовању и управљању тржиштем капитала.

II) МЕРЕ ЕУ

Посебна пажња у Европској унији се посвећује елиминисању злоупотреба на тржишту капитала. Ова материја је, на нивоу Европске уније, већим бројем правних извора. Пре свих то је Директива Савета бр.89/329/ЕЕЦ од 13. новембра 1989 о координирању одредби о понашању упућених лица (*insider dealing*). У садашњој фази, на нивоу Европског парламента и Савета обављају се завршне процедуралне припремне радње у погледу доношења нове директиве о тржиштима финансијских инструмената, којом ће се директивом укинути важећа Директива МиФИД и којом ће се реаговати на новонастале околности на међународним финансијским тржиштима³. У овој директиви креиран је нов, заокружени

³ Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council, on market in financial instruments repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council (Recast)/COM/2011/0656 final – 2011/0298 (COD).

регулаторни оквир за тржиште капитала. Директива уређује и признаје традиционалне форме добро регулисаног тржишта (финансијске берзе) и уводи нову генерацију организованих система трговања у облику вишеструког (алтернативног) трговачког система (*Multilateral Trading Facility* – *MTF*). Тако се у тачки 6. уводног дела Директиве МиФИД између осталог прописује „... да треба да се утврде појмови регулисаног тржишта и МФ тржишта и да се узајамно уско ускладе како би одражавали чињеницу да изражавају једнаку функцију организоване трговине.

Појам речи „систем“ обухвата сва таква тржишта, која се састоје од збира правила и трговачке платформе као и она која функционишу једино на основу збира правила. Регулисана тржишта и МФ тржишта нису дужна у пословању примењивати „технички систем“ за упаривање налога. Тржиште које се састоји само од збира правила која уређују аспекте, који се у односу на чланство, пријем инструмената у трговање, трговање међу члановима, подношење извештаја, у случају потребе и на дужности које се тичу транспарентности, представља регулисано тржиште, или МФ тржиште у смислу ове директиве...“. Поред напред наведеног. Директива МиФИД даје подршку новом моделу трговања у виду тзв. „системске интернализације (СИ) у оквиру које трговци са хартијама од вредности систематски (редовно и стално) тргују са својим клијентима за свој рачун и тако креирају алтернативну трговачку платформу и привидно тржиште у односу на финансијске берзе и МФ тржиште капитала. Овде је у питању обављање инвестиционе услуге трговања за свој рачун у специфичном облику тзв. *систематске интернализације* код које трговац иступа као маркет мејкер у оквиру привидног тржишта, које организује искључиво за своје клијенте за које извршава њихове налоге изван регулисаног тржишта и мултилатералног трговачког система⁴. Финансијска берза може да искључи хартије од вредности од вредности из трговања и да укључи исте за трговање на МТП тржишту (ванрегулисано тржишту) уколико:

- (1) трговање са тим хартијама од вредности није обављано дуже од 180 дана,
- (2) јавно друштво више не испуњава услове за укључивање у трговање на регулисаном тржишту капитала,
- (3) нису поштоване обавезе прописане законским правилима о јавној понуди, укључењу у трговање и обавезе јавних друштава;

⁴ Према чл.4. тач.1 подтач. 7 Директиве МиФИД „системски интернализатор“ значи инвестиционо друштво које на организованој понављајућој, системској бази, тргује за свој рачун тако што извршава налоге клијената изван регулисаног тржишта или МФ тржишта.

Савремено стање економије Европске уније које карактерише дубока и дуготрајна криза условили су делимично напуштање (барем привремено) либералних идеја о институционализацији ванберзанског тржишта капитала и нагласили неопходност државног интервенционализма. То становиште се наговештава и формулише и у праву ЕУ – у Директиви МиФИД из 2004 године, у којој се прокламује потреба изградње комплексног регулационог система уређивања трансакција са финансијским инструментима, обезбеђења високог квалитета инвестиционих улагања, очување и јачање интегритета и укупне активности финансијског система у Европској унији.⁵ Ванберзанско тржиште је настало као резултат одређених практичних потреба. Оно концентрише понуде мноштва хартија од вредности чији имаоци нису само правна лица, тј. трговци хартијама од вредности, већ и физичка лица – нетрговци хартијама од вредности. Ова лица имају интерес да брже, једноставније и са мање трошкова врше располагање са хартијама од вредности. Они за ове трансакције, по правилу, немају потребно знање, искуство, због чега су изложени ризику да у овој трговини уместо зарада остварују губитке. Из тих разлога је неопходно елиминисати могућност настајања разних негативних појава које би донело нелегално тржиште („црна берза“, „бувљак“ и сл.), са једне стране и настојати креирати што шири тржишни амбијент, који би минимално у основним елементима обезбеђивао заштиту интереса инвеститора и хартија од вредности, са друге стране. Да би се избегле разне негативне појаве, амбијент треба да је подвргнут контроли од стране јавноправног надзорно-регуларног тела.

III) САДРЖАЈ

Поверење у финансијски систем гради се креирањем услова на тржишту капитала, које треба свим учесницима да обезбеди једнак положај у погледу прибављања информација које могу да утичу на купопродају хартија од вредности. Тржиште капитала мора да буде стриктно правно регулисано. То се не односи само на јавна тржишта капитала него и на нејавна тржишта капитала. Чињеница је да, Европска унија тежи да изгради јединствено финансијско тржиште засновано на вишем степену интегрисаности, транспарентности, регулације и надзора. На овај начин се постиже виши ниво заштите интереса инвеститора, јача правна сигурност и повећава поверење у хартије од вредности и трговања са хартијама од вредности. С тим у вези присутна су два начела пословања на финансијском тржишту Европске уније:

⁵ Директива 2004/39/ЕЗ Европског парламента и Савета о тржиштима финансијских инструмената, од 21. априла 2004. (Уводни део, тачка 5 и тачка 71).

- (1) начело једнаког положаја свих инвеститора,
- (2) начело заштите инвеститора од злоупотребе поверљивих информација;

За разлику од злоупотреба на тржишту капитала које се манифестују у два облика у односу на инсајдерске информације, манипулације на тржишту капитала јављају се у три вида. Под манипулацијама на овом тржишту подразумевају се:

- (1) трансакције и налози за трговање којима лица, односно лица која делују заједнички, одражавају цену једне или више хартија од вредности на нереалним или вештачком нивоу;
- (2) трансакције или налози за трговање у којима се употребљавају фиктивни постушци или сваки други облик обмане или преваре;
- (3) ширење информација путем медија, укључујући и интернет или било који други начин којим се преносе неистините вести, које би могле изазвати заблуде о хартијама од вредности (ширење гласина и неистинитих вести);

Информација са којом се препоручује или предлаже стратегија улагања представља информацију коју је припремио: (1) независни аналитичар, инвестиционо друштво, кредитна институција, свако друго лице чија се пословна делатност састоји од припреме препорука; (2) лица које није претходно описано и које директно препоручује одређену инвестициону одлуку и улагање у вези са хартијама од вредности.

У свакој препоруци треба на видљив начин навести идентитет одговорног лица за њену изразу, а посебно име лица и назив радног места које је припремило препоруку, назив и седиште правног лица одговорног за претходну препоруку. Комисија за хартије од вредности је у обавези да препише начин истицања дотичне измене препоруке. Давалац препоруке који дистрибуира сажету препоруку коју је израдило друго лице, дужан је да обезбеди да таква препорука буде јасна и да не доводи инвеститора у заблуду. Исто тако је давалац препоруке дужан да препоруку упуту на оригинални документ и место где јавност може директно и једноставно да приступи документу.

Комисија за хартије од вредности обавезна је да врши надзор над поштовањем законских правила ради спречавања и откривања стварности које представљају злоупотребу тржишта капитала.⁶ Комисија за хартије од вредности има обавезу да обавља надзор над злоупотребом на тржишту капитала, на следећи начин:

⁶ Члан 93-94 Закона о тржишту капитала.

- (1) праћењем, прикупљањем и провером објављених података, обавештења и извештаја, које су учесници тржишта дужни да достављају Комисији за хартије од вредности;
- (2) непосредним надзором;
- (3) изрицањем надзорних мера и сл.;

Када при надзору утврди повреду јасних законских правила Комисија може да изрекне следеће битне мере:

1. да наложи правном или физичком лицу престанак сваког поступања које је у супротности са наведеним законским правилима;
2. да изрекне опомену правном или физичком лицу које поступа супротно наведеним законским правилима;
3. да наложи организатору тржишта капитала, односно инвестиционом друштву да обустави трговање са хартијама од вредности, односно да укине раније донету обуставу трговања, у обиму у коме је то потребно, да би се уклониле или спречиле штетне последице на регулисаном тржишту капитала, односно МТП, и
4. да наложи Централном регистру хартија од вредности привремену обуставу клиринга и салдирање.

С друге стране, за домаће право је карактеристично да за трговање на ОТП тржишту, није потребна дозвола Комисије за хартије од вредности, јер Комисија врши надзор над овим тржиштем преко спровођења надзора над инвестиционим друштвима. Потом, што се тиче јавног друштва, чијим се хартијама од вредности тргује на листингу регулисаног тржишта, оно је дужно да састави, да објави широј јавности и да достави Комисији за хартије од вредности и организатору тржишта квартални извештај. Извештај се доставља најкасније 45 дана након завршетка сваког тромесечја текуће пословне године. Јавно друштво је у обавези да обезбеди, да овај извештај буде доступан јавности најмање пет година од дана појављивања. На квартални извештај се примењују законска правила која уређују садржину полугодишњег извештаја. Комисија за хартије од вредности уређује ближу садржину и начин објављивања финансијских извештаја.

Финансијска берза има обавезу да *поштује законска правила о:*

- (1) минималној висини основног капитала берзе;
- (2) квалификованом учешћу (ограничењу) акционара у капиталу берзе и контроли при трговању на берзи,
- (3) техничкој опремљености, кадровској и организационој оспособљености берзе,

(4) забрани да тргује са финансијским инструментима, забрани да пружа савете који се односе на куповину и продају финансијских инструмената, забрани да врши избор инвестиционог друштва;

У том смислу финансијска берза је дужна да:

- (1) поседује системе за идентификовање и исправљање могућих негативних последица, (које проистичу из ризика), на функционисање тржишта капитала и његове чланове,
- (2) поседује адекватну опремљеност како би управљала ризицима којима је изложена, како би спроводила одговарајуће мере и системе за препознавање свих значајних ризика и доносила правремене мере у циљу умањења дотичних ризика,
- (3) поседује процедуре за стабилно управљање техничким функционисањем својих система и подсистема,
- (4) располаже са транспарентним и обавезујућим правилима и поступцима који омогућавају правично трговање и успостављање објективних критеријума за ефикасно извршавање берзанских налога,
- (5) поседује адекватне процедуре којима се олакшава ефикасно и благовремено закључивање берзанских трансакција,
- (6) располаже са довољно финансијских средстава како би се олакшало правилно функционисање тржишта капитала, уважавајући природу и обим берзанских трансакција које се закључују на тржишту капитала, као и степен ризика којима је изложена берза.

Комисија за хартије од вредности дужна је да пропише ближе услове у вези са кадровском, организационом оспособљеношћу и техничком опремљеношћу финансијске берзе. При томе треба да узме у обзир конкретне околности тржишта, значајне ризике, потенцијалне конфликте интереса. Сви ови елементи су неопходни да би се осигурало правично, правилно и ефикасно организовано тржиште капитала. Међутим, ако се у поступку надзора Комисије за хартије од вредности, над финансијском берзом, утврди да је дошло до непоштовања одредби њених општих аката тада Комисија доноси решење којим налаже организатору тржишта да отклони такве неправилности у одређеном року. При томе Комисија за хартије од вредности може предузети једну или више следећих, оперативних, мера:

- (1) изрећи јавну опомену,
- (2) дати налог за привремену забрану обављања појединих (или свих послова), услуга (или трансакција) у трајању од највише десет радних дана,

- (3) издати налог за привремену обуставу трговања или трајно искључење са регулисаног тржишта из трговања са хартијама од вредности и наложити организатору МТП тржишта да исте укључи на МТП тржиште,
- (4) издати налог за привремену забрану располагања средствима са рачуна финансијске берзе у трајању до десет радних дана и друге мере;

Комисија за хартије од вредности може привремено, на период до две године или трајно да одузме дозволу за рад финансијској берзи. Исто тако, Комисија за хартије од вредности може лицу са квалификованим учешћем и организатору финансијске берзе, као и било којем лицу које је директор или члан управног одбора да повуче претходно дату сагласност, ако утврди да:

- (1) финансијска берза не користи своју дозволу за рад у периоду од 12 месеци, затим ако се отворено одриће дозволе за рад или није обављала делатност организатора тржишта током претходних шест месеци;
- (2) директор финансијске берзе је добио дозволу на основу нетачних или неистинитих информација,
- (3) директор берзе не испуњава услове прописане за добијање дозволе за рад.

Комисија за хартије од вредности поред овлашћења да привремено или трајно одузме дозволу за рад и да повуче претходно дату сагласност, може да предузме и друге мере:

- (1) против лица које поседују дозволу;
- (2) према директору, члану управног одбора или лицу са квалификованим учешћем у раду финансијске берзе, у складу са одредбама Закона о тржишту капитала.

IV) ДАТУМ СТУПАЊА НА СНАГУ

Основни правни извор представљен је са Директивом 2003/6/ЕЗ Европског парламента и Савета од 28. јануара 2003. године, о трговању са искоришћавању поверљивих информација и о манипулацијама са тржиштем. Потом, Директива Европског парламента и Савета бр.2003/24/ЕЗ од 22.децембра 2003 године којом се извршава Директива Европског парламента и Савета бр. 2003/6/ЕЗ у погледу одређивања и објављивања поверљивих информација и утврђивања манипулација са тржиштем. Директива Комисије број 2014/72/ЕЦ од 29. априла о примени Директиве број 2003/6/ ЕЦ Европског парламента и Савета која се тиче прихватања тржишних пракси, дефиниције повлашћене информације у вези са дериватима тржишних

инструмената, припреми листе лица која тргују повлашћеним информацијама, објава трансакција менаџера и објава сумњивих трансакција. Следећа уредба ЕУ, под називом Директива МиФИД (*Markets in Financial Instruments Directive*), која је ступила на снагу 1. новембра 2007. године уређује, између осталог, информације са тржишта капитала. Премда, према називу ове директиве произилази да су предмет регулације тржишта финансијски инструменти, она се, суштински, односи на тржиште капитала. На основу анализираних Директиве, уредби и аката Европске уније, извршена је хармонизација националних права тржишта капитала земаља чланица Европске уније. Наш Закон о тржишту капитала из 2011. године, углавном, је прихватио решења из ових извора права финансијских тржишта Европске уније, чиме је, у великој мери, извршена хармонизација домаћег права са правом Европске уније у овој области.

V) ИЗВОРИ

Commission staff working document Report on the application by Member States of the EU of the Commission Recommendation on directors remuneration, Brussels, 13.07.2007 SEC (2007) 1022; Internet: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/directors-remun/sec_200771022_en.pdf.

Дугалић, В, Штимац, М., 2006, *Основе берзанског пословања*, Стубови културе, Београд.

European Parliament resolution of 14 December 2010 on regulation of trading in financial instruments – 'dark pools' etc. (2010/2075 (NI)).

Petrović, P., 2009, *Berze i berzansko poslovanje*, Institut za međunarodnu politiku i privredu, Београд, стр.56.

Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council, on market in financial instruments repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council (Recast)/COM/2011/0656 final – 2011/0298 (COD).

Витез, М., 2003, *Берзе хартија од вредности и берзанских послова* (теорија и пракса), Економски факултет, Суботица, Култура, Бачки Петровац.

Вуњак, Н., Ковачевић, Љ., Витез, М., Петровић, П., 2014, *Финансијске берзе*, Економски факултет, Суботица, стр.7.

Закон о тржишту капитала, *Службени гласник Републике Србије*, бр. 31/2011.

VI) ЗНАЧАЈ ЗА РЕПУБЛИКУ СРБИЈУ

Тржиште капитала у Србији тек се развија и настоји да буде комплементарно са тржиштем Европске уније. Основ за регулацију финансијских тржишта одређеније тржишта капитала у Републици Србији је Закон о тржишту капитала који је донет 2011 године. Сам Закон је класификовао тржиште капитала у две основне групе: (1) примарно и секундарно тржиште; и (2) тржиште према критеријуму организатора тржишта. Међутим, у процесима интеграције у Европску унију треба имати у виду да је неопходно да Србија изврши класификацију тржишта капитала према прописима Европске уније. На пример, у Закону о тржишту капитала не наводи се попис и опис послова систематског интернализатора. С друге стране, у тачки 50. уводног дела Директиве МиФИД уређује се правило пословања систематског интернализатора: могу да одлуче да ли ће обезбедити приступ својим котацијама само ситним клијентима, затим само професионалним клијентима или и једнима и другима. Законом о тржишту капитала из 2011 године уређени су следећи основни облици тржишта капитала: (1) регулисано тржиште (берзанско организовано тржиште); (2) мултилатерална трговинска платформа – МТП тржиште (ванберзанско организовано тржиште капитала); (3) ОТЦ тржиште (слободно неорганизовано тржиште капитала).⁷

На основу анализе Закона о тржишту капитала из 2011 године и осталих законских правила, одредби, могу се утврдити следећа основна обележја домаћег регулисаног тржишта капитала: (1) домаће тржиште је отворено тржиште капитала у облику вишестраног (најмање троугаоног) система; (2) домаће тржиште сачињавају организатор регулисаног тржишта, који и посредник у трговању. У Србији то је једино берза, која има правну форму акционарског друштва, седиште у Републици, дозволу Комисије за хартије од вредности и овлашћени учесници у трговању – инвестициона друштва (чланови регулисаног тржишта – берзе), која имају дозволу Комисије за хартије од вредности и закључују правне послове у вези са хартијама од вредности на берзи. Злоупотребе на тржишту капитала се испољавају по основу два основна облика и то, као искоришћавање инсајдерских информација и манипулације на тржишту капитала. Комисија за хартије од вредности примењује правила о злоупотребама на тржишту капитала и у вези са активностима које се обављају са финансијским инструментима који су

⁷ У члану 2. ставу 1 тач.20, члану 45. став 1, члану 95. ставу 1. и ставу 2. и другим члановима Закона о тржишту капитала.

укључени у трговање на домаћем регулаторном тржишту, односно МТП, и које се обављају са финансијским инструментима који су укључени у трговање на иностраном регулисаном тржишту. О свакој предузетој мери која ће бити изречена због повреде законских правила о злоупотребама на финансијском тржишту Комисија за хартије од вредности може да информише јавност. Заштита интереса финансијске берзе у условима европских интегративних процеса налаже да се на финансијској берзи тргује само са сигурним хартијама од вредности. То значи, да се тргује са таквим хартијама од вредности, код којих је сасвим извесно да ће се обавезе по основу истих извршити. Да би се то обезбедило, постоји поступак пријема хартија од вредности на финансијској берзи ради трговине у складу са правилима котације дотичних хартија од вредности. На тај начин, улагачи добијају одређену гаранцију да су хартије од вредности ликвидне и квалитетне, односно да је ликвидан и квалитетан и сам њихов емитент.