

DODD-FRANK ACT – REFORMA FINANSIJSKOG SISTEMA SAD

Apstrakt

Dodd-Frank zakonom o reformi Vol Strita i zaštiti potrošača iz 2010. godine predviđene su najznačajne regulatorne reforme finansijskog sistema od Velike depresije. Predlagači su smatrali da njegove glavne odredbe treba da pomognu u sprečavanju nove finansijske krize, dok su protivnici zakona smatrali da će zakon ugroziti budući ekonomski rast obzirom da previše ograničava finansijski sistem i predviđa kaznene odredbe za preuzimanje rizika.

Ključne reči: Dodd-Frank zakon, reforma finansijskog sistema

1. Uvod

Dve godine nakon donošenja Dodd-Frank zakon³ je samo delimično implementiran. Primena njegovih osnovnih odredbi je odložena, a sporenja o njegovoj efikasnosti su se nastavila. Republikanski zakonodavci su predložili zakone kojima bi se Dodd-Frank zakon ukinuo ili bi se ograničilo finansiranje regulatornih agencija. Drugi ukazuju da se zakon ne bavi dovoljno osnovnim problemima kao što je činjenica da su banke previše jake da bi propale i moralnim hazardima koji su posledica te činjenice⁴.

¹ Pravni fakultet za privredu i pravosuđe, Novi Sad; e-mail:jovanovicvld@gmail.com

² Master pravnik, urednik Zavod za udžbenike, Beograd; e-mail:mira@zavod.co.rs

³ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, <https://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>, 15.7.2014.

⁴ Erik Wasson, New House spending bills target funding for Dodd-Frank financial reforms, <http://thehill.com/blogs/on-the-money/banking-financial-institutions/230921-new-spending-bills-target-dodd-frank-financial-reforms>, 15.07.2014.

Kriza na Vol stritu 1929. okončala je pomamu za trgovinom akcijama koja je vladala 1920-tih. Panika u finansijskim krugovima koja je nakon toga zavladała oslabila je mnoge banke koje su špekulisale na tržištu akcija, a njihov krah ubrzao je Veliku depresiju. Nju Dil predsednika Ruzvelta je doneo regulativu koja je imala za cilj da spreči i ograniči razmeru eventualne buduće finansijske krize.

Na osnovu Zakona o bankarstvu iz 1933.godine (*Glass-Steagall*) osnovana je Federalna korporacija za osiguranje depozita (*Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC*) i doneto je nekoliko podzakonskih akata, koji su između ostalog imali za cilj da spreče komercijalne banke da špekulišu akcijama. Godine 1934. osnovana je Komisija za hartije od vrednosti kako bi se regulisala trgovina hartijama od vrednosti. Kontrola nametnuta *Glass-Steagal* zakonom počela je da slabi 1960-tih, da bi predsednik Klinton potpisao *Gramm-Leach-Bliley* zakon iz 1999. godine kojim su izjednačene komercijalne i investicione banke.

Finansijski inovatori nastavili su da razvijaju finansijske derivate koji su se pojavili kao poljoprivredni fjučersi, a regulatorni status nekoliko vrsta finansijskih derivata nije bio jasan. Zakon o modernizaciji trgovine robnih fjučersa iz 2000. godine eksplicitno je propisao da vanberzanski derivati neće biti regulisani ugovorima, ali poslovanje dilera može biti regulisano propisima koji regulišu i poslovanje firmi. Banke su radije investirale u vanberzanske derivate nego u derivate kojima se trguje na berzama, kao na primer na Čikaškoj robnoj berzi. Vanberzanske transakcije su se mogle prilagoditi potrebama klijenata, te su često bile profitabilnije, a cene derivata kojima se trgovalo van berzi su bile neregulisane.

Cilj zakona je bio da se obezbedi transparentnost finansijskih transakcija u smislu skrivenih troškova i kazni, pojednostavljenje ugovora i obelodanjivanje više informacija o troškovima i rizicima u interesu potrošača.

Ovaj rad daje pregled osnovnih novina koje donosi Dodd-Frank zakon i predstavlja kratak rezime zakona koji u budućnosti može dati smernice zakonodovcu za donošenje regulative u Srbiji kako bi se izbegle greške finansijskog sistema SAD obzirom da finansijski proizvodi kojima se zakon bavi u Srbiji trenutno ne postoje.

2. Sistemski rizik

Uzroci nestabilnosti finansijskog sistema kao celine predstavljaju sistemski rizik. Iako je pre krize postojala regulativa koja se bavila ovim

problemom, a sam sistemski rizik se nikada ne može u celosti eliminisati, analitičari su ukazali na brojne očigledne slabosti regulative u sprečavanju , sistemskog rizika⁵.

Dodd-Frank zakon predviđa osnivanje Saveta za nadzor nad finansijskim uslugama (*Financial Services Oversight Council, FSOC*) kojim predsedava sekretar Trezora, i koji se sastoji od osam rukovodilaca federalnih regulatornih agencija (uključujući novoformiranu Kancelariju za finansijsku zaštitu potrošača) i ličnosti koju imenuje predsednik, eksperta za osiguranje. Zakon predviđa osnivanje Kancelarije za finansijska istraživanja koja treba da pruži podršku radu Saveta. Savet je ovlašćen da identifikuje sistemski rizik i savetuje regulatore o izvorima i problemima u vezi sa regulatornim prazninama, ali nema ovlašćenja da donosi propise i vrši nadzor. Savet treba da identifikuje finansijske firme od uticaja na sistem bez obzira na njihov pravni status, a Federalni sistem rezervi treba da obavlja strožiji nadzor nad njihovim radom i donositi regulativu, uključujući kratkoročna ograničenja zaduživanja, ograničenje koncentracije odgovornosti na 10%, izloženost druge strane do 25% ukupnog kapitala, zahteve u vezi rizičnog kapitala (koji se odnose na vanbilansne aktivnosti), godišnje „stress testove“ i granicu leveridža 15-prema-1. Zakon sprečava promenu pravne forme u cilju izbegavanja obaveza i propisuje mehanizme za ograničavanje rasta velikih firmi ili njihovo smanjenje u cilju sprečavanja sistemskog rizika.

Dodd-Frank zakon ograničava trgovinu kapitalom komercijalnih banaka i investicije u hedž fondove ili firme sa privatnim kapitalom. Takođe omogućuje da Federalni sistem rezervi reguliše mnoge aktivnosti od sistemske važnosti sistema za platni promet, poravnanja i kliring, izuzev ako su ti sistemi registrovani kod Komisije za hartije od vrednosti ili Komisije za trgovinu robnim fjučersima (*Commodities Futures Trading Commission, CFTC*), u kom slučaju rad sistema regulišu ovi organi. Savezna korporacija za osiguranje depozita (*Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC*) pripremila je regulativu⁶ u vezi sa programima likvidnosti za hitne slučajeve koji garantuju za dugovanja bankarskih holding kompanija.

⁵ M. Van Der Weide, "Implementing Dodd-Frank: Identifying and mitigating systemic risk", *Economic Perspectives*, QIII/2012, 108.

⁶ FDIC Initiatives under the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, <http://www.fdic.gov/regulations/reform/initiatives.html>, 15.07.2014.

3. Ovlašćenja Federalnog sistema rezervi u slučaju poremećaja poslovanja i nadzor Kongresa

Tokom finansijske krize Federalni sistem rezervi je kreditirao nebankarske finansijske firme u iznosima bez presedana na osnovu ovlašćenja iz Zakona o federalnim rezervama za neuobičajene slučajeve⁷.

Dodd-Frank zakon sadrži nekoliko odredbi koje se odnose na ovlašćenja Federalnog sistema rezervi za kreditiranje. Iako Federalni sistem rezervi može da ovlasti Banku federalnih rezervi da odobrava kolateralizovane zajmove u sklopu široko dostupnih kreditnih kapaciteta, on nije ovlašćen da odobri Banci federalnih rezervi zajam za određenog pojedinca ili pravno lice. U slučaju postupanja po ovlašćenjima za slučaj opasnosti, od Federalnog sistema rezervi će se zahtevati odobrenje sekretara Trezora. Pored toga, zakon omogućuje reviziju kapaciteta za kreditiranje i operacija Federalnog sistema rezervi na otvorenom tržištu od strane Kancelarije za odgovornost vlade (*Government Accountability Office, GAO*) radi provere internih kontrola i upravljanja rizikom, kao i reviziju aktivnosti Federalnog sistema rezervi od strane GAO tokom krize. Zakon nalaže odloženo obelodanjivanje podataka o korisnicima kredita Federalnog sistema rezervi i uslovima kreditiranja i zabranjuje firmama koje posluju na osnovu regulative koju donosi Federalni sistem rezervi da učestvuju u izboru direktora regionalnih banaka federalnih rezervi.

4. Donošenje odluka o nelikvidnim firmama

Dodd-Frank zakon uspostavlja novi sistem za određene finansijske kompanije čiji status je inače bio rešen postojećim propisima različitih federalnih regulatornih tela i koje mogu predstavljati opasnost za finansijski sistem SAD. Ovaj sistem odlučivanja formulisan je po ugledu na postojeći model konzerviranja ili prijema potraživanja u slučaju depozitnih institucija. Mnoge vrste finansijskih kompanija i kompanije čije su oni osnivači podležu ovom posebnom režimu odlučivanja, ali ne i one koje se bave osiguranjem, neki brokери-dileri i osigurane depozitne kompanije. Grupa regulatora, uključujući dve trećine Borda federalnih rezervi, mora da predloži pokretanje postupka na osnovu odredbi Dodd-Frank zakona. Nakon preporuke, sekretar Trezora uz konsultaciju predsednika mora doneti odluku kojom utvrđuje da “kompanija ne izvršava obaveze ili da postoji opasnost da neće izvršavati obaveze”, da bi donošenje odluke na osnovu drugih propisa moglo imati “ozbiljne negativne posledice po

⁷ Federal Reserve Act, <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section13.htm>, 15.07.2014.

finansijsku stabilnost SAD; da ne postoji alternativa u privatnom sektoru”. Kompanija koja osporava odluku sekretara ima pravo žalbe Federalnom sudu u ograničenom broju slučajeva.

Iako je model kreiran na osnovu postojećeg modela FDIC, između njih postoje bitne razlike. Na primer, Dodd-Frank zakon naglašava da će kreditori i akcionari snositi gubitke finansijske kompanije, da će menadžment odgovoran za stanje finansijske kompanije biti otpušten, da će FDIC i drugi odgovarajući regulatori preduzeti neophodne i odgovarajuće mere kako bi sve strane odgovorne za stanje finansijske kompanije snosile troškove u skladu sa sopstvenom odgovornošću, uključujući nakanadu štete, restituciju, povraćaj naknada i drugih oblika dobiti koji nisu u skladu sa takvom odgovornošću.

Na osnovu Zakona sve finansijske kompanije koje su po ovom osnovu u statusu prijema potraživanja će biti likvidirane, a sredstva poreskih obveznika se neće koristiti za sprečavanje likvidacije bilo koje finansijske kompanije po ovom osnovu.

Mehanizmi finansiranja odlučivanja po Dodd-Frank zakonu se takođe razlikuju od režima konzerviranja ili prijema potraživanja u slučaju depozitnih ustanova. Neće se unapred odvajati sredstva za Fond sistemske likvidacije (*Orderly Liquidation Fund*), koji se na osnovu Dodd-Frank zakona osniva. Umesto toga, FDIC, nakon što se odredi za prijemnika potraživanja određene finansijske kompanije, ima ovlašćenja da pozajmljuje sredstva od Trezora koja su eksplicitno ograničena vrednošću konsolidovane aktive firme. Ako je neophodno vratiti dugovanja Trezoru, FDIC ima ovlašćenja da procenjuje poverioce kojima su plaćene veće naknade kroz postupak ustupanja potraživanja nego što bi dobili da je firma likvidirana zbog bankrotstva, kao i ovlašćenja da procenjuje određene velike finansijske institucije.

5. Sekjuritizacija i bankarstvo iz senke

Bankarstvo iz senke predstavlja finansijsku aktivnost pravnih lica koja nisu banke ili koju sponzorišu banke, a da ne ulaze u njihove bilanse. Sekjuritizacija podržava sistem bankarstva iz senke i rizici sekjuritizacije doprineli su finansijskoj krizi na razne načine⁸. Netransparentnost u bankarskom sistemu u senci je takođe prouzrokovala problem. Kada je došlo do neizvršavanja obaveza među onima koji su se zadužili za

⁸ M. Richardson, “Regulating Wall Street: The Dodd–Frank Act”, *Economic Perspectives*, 3/2012, 94.

kupovinu nepokretnosti za stanovanje, složenost hartija od vrednosti podržanih hipotekama (*mortgage-backed securities, MBS*) još više je otežala identifikaciju firmi koje su pretrpele najveće gubitke⁹. Pored vlasništva nad hartijama od vrednosti firmi koje su izdavale nebankarske neobezbeđene kredite na osnovu hipoteke, neke banke su takođe sponzorile sopstvene kapacitete koji su finansirali hipoteke koje nisu ulazile u bilanse preko specijalnih namenskih preduzeća. Kada je opala likvidnost MBS, neke od banaka su morale da vrate aktivu iz takvih specijalnih namenskih preduzeća i prikažu je u spostvenim bilansima, i time priznaju veće gubitke. Studija uticaja Dodd Frank zakona na menadžere hedž fondova¹⁰ je pokazala da su odredbe o transparentnosti i zahtevi investitora da ime se predoči više informacija imali pozitivan uticaj utoliko što su pomogle menadžerima hedž fondova da lakše dođu do kapitala i povrate poverenje investitora¹¹.

Jedan od pristupa naknadama u sekjuritizaciji je da se zahteva od izdavalaca sekjuritizovanih hartija od vrednosti da zadrže deo dugoročnog rizika od neizvršenja obaveza. Prednost ovakvog pristupa je da se mogu očuvati standardi emisije među kreditorima koji se finansiraju kroz sekjuritizaciju. Druga prednost je da izdavaoci sekjuritizovanih hartija od vrednosti dele rizik suočeni sa investitorima kojima prodaju svoje hartije od vrednosti. Moguću manu predstavlja činjenica da se relativno mali rizik može preneti sa finansijskog sektora na investitore ako svaka karika u lancu sekjuritizacije mora da zadrži deo rizika. Koncentracija rizika u finansijskom sektoru može dovesti do njegovog urušavanja.

Dod-Frank zakon generalno zahteva od izdavalaca sekjuritizovanih hartija od vrednosti da zadrže deo rizika, pri čemu procenat rizika koji će se zadržati zavisi delimično od kvaliteta bazne aktive. Dodd-Frank zakon predviđa posebna pravila za zadržavanje rizika za različite klase aktive koja se sekjuritizuje. Regulatorna tela treba da objave regulativu o zadržavanju rizika, a izdavaocima sekjuritizovanih hartija od vrednosti je zabranjeno da hedžuju zadržani kreditni rizik. Regulatorna tela mogu da zahtevaju od emitenata da zadrže rizik aktive nakon što razmotre rizičnost aktive, zatim da li tržišta sekjuritizacije dovode do pada kriterijuma za odobravanje zaduživanja, kao i uticaj na mogućnost potrošača i preduzeća da dobiju kredite pod razumnim uslovima.

⁹ B. J. Keys, T. Mukherjee, A. Seru, V. Vig, "Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans", *Quarterly Journal of Economics*, 125/2010, 307-362.

¹⁰ Dodd-Frank Bill-A year and a Half Later Views From the Hedge Fund Industry, <http://www.eisneramper.com/Dodd-Frank-Bill-Hedge-Fund-0412.aspx>, 15.07.2014.

¹¹ EisnerAmper Accountants & Advisors, "Dodd-Frank Driving Investor Acceptance of Hedge Fund Model", *Financial Executive*, 28/2012, 10.

U slučaju rezidencijalnih hipoteka koje se sekjuritizuju, Dodd-Frank zakon dozvoljava potpuno izuzimanje od odredbi o zadržavanju rizika pri sekjuritizaciji ako su sve hipoteke u skladu sa standardima kvalifikovane rezidencijalne hipoteke” koju je definisao Biro za finansijsku zaštitu potrošača (*Consumer Financial Protection Bureau, CFPB*) u januaru 2010. godine¹², ali koji ne mogu biti širi od definicije “kvalifikovane hipoteke” u skladu sa Dodd-Frank zakonom. Predviđeni su izuzeci i u slučaju određenih kredita za finansiranje farmera i garancija u vezi sa njima, kredita za koje garantuju SAD ili neke agencije SAD, kao i opštinskih hartija od vrednosti. Treba primetiti da *Fannie Mae* i *Freddie Mac* hartije od vrednosti nisu a priori među izuzecima.

Zakon zahteva od izdavalaca sekjuritizovanih hartija od vrednosti „*due diligence*” u vezi sa baznom aktivom sekjuritizacije i obelodanjivanje informacija. Pored toga, investitori u hartije od vrednosti podržane aktivom treba da dobijaju više informacija o samoj aktivni.

6. Konsolidacija nadzora banaka

Komercijalne banke i slične institucije podležu kontroli regulatornih tela. Pre krize, zavisno od pravnog lica, komercijalne banke, štedne institucije i kreditne unije su kontrolisali OCC, Kancelarija za nadzor štednih institucija (*Office of Thrift Supervision, OTS*), Federalne rezerve, Nacionalna kreditna unija (*National Credit Union Administration, NCUA*) i državni organi. Kontrolori državnih banaka su često koordinisali rad kroz Konferenciju državnih bankarskih supervizora. Federalni kontrolori banaka često su zajedno donosili podzakonske akte i koordinisali svoj rad kroz Savet za kontrolu federalnih finansijskih institucija (*Federal Financial Institutions Examinations Council, FFIEC*). I pred toga neke firme su se bavile aktivnostima koje nalikuju bankarskim, ali nisu bile predmet nadzora regulatornih tela koja se bave radom banaka.

Dodd-Frank zakon ne predviđa potpunu konsolidaciju agencija koje vrše nadzor nad radom banaka, niti oslobađa regulatornih dužnosti Sistem federalnih rezervi. Njime je ukinuta Kancelarija za nadzor štednih institucija kao nezavisna agencija, a njena ovlašćenja su prenetna na FDIC, OCC i Federalne rezerve. Federalni sistem rezervi reguliše rad holding kompanija, što je prethodno činila OTS. OCC reguliše rad depozitnih

¹² Home Mortgage Disclosure (Regulation C): Adjustment to Asset-Size Exemption Threshold, <https://www.federalregister.gov/articles/2013/12/30/2013-31223/home-mortgage-disclosure-regulation-c-adjustment-to-asset-size-exemption-threshold>, 15.01.2014.

institucija u slučaju štednih institucija koje posluju na osnovu federalnih zakona, a FDIC rad depozitnih institucija u slučaju štednih institucija koje posluju na osnovu propisa države. Federalni sistem rezervi i dalje je nadležan za regulativu u vezi sa poslovanjem banaka članica koje posluju po saveznim propisima.

7. Zaštita potrošača

Na osnovu Zakona osnovan je Biro za finansijsku zaštitu potrošača u okviru Federalnog sistema rezervi, koji ima ovlašćenja u vezi sa nizom finansijskih proizvoda i usluga, i koji podzakonske akte donosi uz prethodno pribavljanje mišljenja regulatora. Biro je u velikoj meri nezavisan od zakonodavne i izvršne kontrole, posebno zbog sopstvenih izvora prihoda¹³. Njegova ovlašćenja variraju zavisno od vrste kompanije. Zakon eksplicitno izuzima više različitih entiteta i finansijskih aktivnosti potrošača iz ovlašćenja za nadzor Biroa. Iako su ovlašćenja Biroa u odnosu na manje depozitne institucije ograničena, ona su zajedno sa ovlašćenjima u odnosu na veće depozitne institucije generalno predmet propisa u vezi sa zaštitom potrošača koje donosi Biro.

Nedepozitne institucije koje nude finansijske proizvode i usluge imaju obavezu da se registruju kod Biroa, njihovo poslovanje se proverava i preduzimaju se druge mere sa ciljem da se utvrdi da li posluju u skladu sa regulativom da li su sposobne da izvrše obaveze prema potrošačima.

Zakon ovlašćuje Biro da donosi regulativu, izdaje naredbe i objavljuje smernice. Takođe, na Biro su preneti ovlašćenja za donošenje podzakonskih akata za primenu mnogih postojećih zakona iz oblasti zaštite potrošača. Biro nema ovlašćenje da reguliše aktivnosti u vezi sa osiguranjem, ili da ograničava kamatne stope na proizvode i nema ovlašćenja za nadzor, donošenje podzakonskih akata ili regulisanje rada prodavaca automobila, agenata za prodaju nekretnina, prodavaca gotovih ili pokretnih kuća i računovođa, osim u smislu odredbi iz zakona o zaštiti potrošača.

8. Standardi za hipoteke

Dodd-Frank zakonom promenjen je Zakon o informisanom kreditiranju (*Truth in Lending Act*) kako bi se postavio minimum standarda za neke rezidencijalne hipoteke. Zajmodavci imaju obavezu

¹³ Consumer Financial Protection Bureau, <https://www.federalregister.gov/agencies/consumer-financial-protection-bureau>, 15.07.2014.

da utvrde da li hipotekarni dužnici imaju razumne mogućnosti da otplate hipotekarne kredite iz sopstvenih prihoda i na osnovu drugih faktora, a CFPB je usvojio regulativu na osnovu koje je zabranjeno odobravanje hipoteka potrošačima koji nemaju razumnu mogućnost otplate i u nekim drugim slučajevima, zabranjeno odobravanje hipotekarnih kredita koji se smatraju zloupotrebama, prevarnim ili predatorskim¹⁴. Penali za prevremenu otplatu dozvoljeni su u ograničenom broju slučajeva. Zakon zahteva obelodanjivanje većeg broja različitih informacija potrošačima.

9. Derivati

Predviđena je centralizacija kliringa i berzanske trgovine mnogim derivatima kojima se trgovalo van berze, s tim da postoje izuzeci u odnosu na određene tržišne učesnike. Federalna regulatorna tela (CFTC ili SEC) na osnovu Zakona određuju tipove svopova i svopova na bazi aktive za koje se zahteva kliring, s tim da postoje mišljenja da je ovo pitanje moralo biti rešeno samim zakonom¹⁵. Takođe se zahteva prijavljivanje pravnim licima koja posluju na osnovu regulative ili samim regulatorima svih svopova i svopova na bazi aktive, uključujući one koji ne podležu ili su izuzeti od kliringa. CFTC i SEC su na osnovu Zakona propisale zahtevanu visinu kapitala za dilere svopovima, svopovima na bazi aktive, velike učesnike u svopovima i velike učesnike u svopovima na bazi aktive¹⁶. CFTC treba da reguliše pitanje svopova, uključujući ugovore koji se zasnivaju na kamatnim stopama, valutama, fizičkoj robi, nekim svopovima za slučaj neizvršenja obaveza po kreditu, dok Komisija za hartije od vrednosti ima ovlašćenja u vezi sa svopovima na bazi hartija od vrednosti, uključujući svopove za slučaj neizvršenja obaveza po kreditima, i svopove na bazi kapitala. Obe agencije su ovlašćene da donose regulativu u cilju sprečavanja izbegavanja kliringa. Generalno, svopovi i svopovi na bazi hartija od vrednosti koji moraju proći kliring moraju se i prodavati na berzi ili u instituciji sa karakteristikama berze koja obezbeđuje transparentnost cene. Regulatorima su data značajna ovlašćenja da definišu forme trgovine u skladu sa time. Od kliringa su

¹⁴ 2012 Truth in Lending Act (Regulation Z) Mortgage Servicing, <https://www.federalregister.gov/articles/2012/09/17/2012-19977/2012-truth-in-lending-act-regulation-z-mortgage-servicing>, 15.07.2014.

¹⁵ C. Culp, "OTC-Cleared Derivatives: Benefits, Costs, and Implications of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act", *Journal of Applied Finance*, 2/2010, 122.

¹⁶ Final Rules Regarding Further Defining "Swap Dealer," "Major Swap Participant" and "Eligible Contract Participant", http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@newsroom/documents/file/msp_ecp_factsheet_final.pdf, 15.07.2014.

po želji izuzete transakcije u kojima je najmanje jedna strana „krajnji korisnik”, koji se definiše kao strana koja nije finansijski entitet i koristi svop za hedžing ili smanjenje rizika. Izuzeta strana mora obavestiti CFTC ili SEC zavisno od ugovora o tome kako generalno ispunjava finansijske obaveze prilikom transakcije.

Zakon zabranjuje federalnu pomoć bilo kom pravnom licu koje koristi svopove, sa izuzetkom velikih učesnika u svopovima koji su osigurane depozitne institucije. Depozitne institucije mogu da postupaju kao dileri svopova samo pod određenim okolnostima, ali ne i u odnosu na svopove za slučaj neizvršenja kreditnih obaveza. Pored toga, depozitne institucije mogu da osnuju pravno lice koji će se baviti svopovima ukoliko posluje pod nadzorom Federalnog sistema rezervi.

10. Agencije za kreditni rejting

Dodd-Frank zakon sadrži odredbe kojima se unapređuje regulativa Komisije za hartije od vrednosti. Zakon propisuje obavezu podnošenja novih vrsta izveštaja, obelodanjivanje informacija i obavezu preispitivanja Nacionalno priznatih statističkih rejting organizacija (*Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, NRSROs*), postavlja nove standarde odgovornosti, obezbeđuje novi mehanizam za sprečavanje emitenata strukturisanih finansijskih hartija od vrednosti da biraju agenciju koja će odrediti inicijalni rejting, zahteva da se iz federalnih zakona i prodzakonskih akata brišu odredbe u kojima se poziva na NRSRO rejtinge.

Na osnovu Zakona osnovana je Kancelarije za kreditni rejting (*Office of Credit Ratings, OCR*) u okviru Komisije za hartije od vrednosti koja kontroliše rad rejting organizacija i objavljuje regulativu iz svoje nadležnosti. Između ostalog, predviđen je i zahtev da svaki kreditni rejting prati obelodanjivanje niza informacija koje se tiču pretpostavki i metodologija na bazi kojih je rejting određen. Komisija za hartije od vrednosti objavljuje informacije o inicijalnim kreditnim rejtingima i naknadnim promenama tih rejtinga. Nakon upozorenja i saslušanja, Komisija za hartije od vrednosti ima ovlašćenje da privremeno suspenduje ili trajno briše iz registra rejting organizaciju za određenu klasu hartija od vrednosti ukoliko utvrdi da ta organizacija ne poseduje odgovarajuće finansijske i menadžerske resurse za objavljivanje verodostojnih rejtinga.

Nacionalno priznate statističke rejting organizacije imaju obavezu postupanja u skladu sa identičnim standardima odgovornosti kao što su izjave registrovanih računovodstvenih firmi i analitičara hartija od vrednosti. U slučaju saznanja da rejting organizacija ne vrši analizu prilikom određivanja kreditnog rejtinga, sami investitori mogu da pokrenu odgovarajuće postupke pred nadležnim organima. Zakon nalaže Komisiji za hartije od vrednosti da zabrani da interesi rejting organizacija utiču na kreditne rejtinge koje objavljuju i ovlašćuje Komisiju za hartije od vrednosti da briše ili suspenduje registraciju rejting organizacije u slučaju kršenja ovih odredbi.

11. Zaštita investitora

Komisija za hartije od vrednosti je ovlašćena da nametne fiducijarnu dužnost brokerima-dilerima koji nude personalizovane investicione konsultantske usluge u vezi sa hartijama od vrednosti pojedinačnom klijentu. Brokери i dileri su dugo izbegavali fiducijarnu dužnost navodeći kao argument to da se njihov model poslovanja sa klijentima u značajnoj meri razlikuje od modela poslovanja savetnika za investicije, te da bi fiducijarna dužnost prouzrokovala troškove promene modela poslovanja i povećala troškove registracije. Osim toga su navodili da bi ovi uvećani troškovi doveli do smanjenja broja proizvoda koje nude investitorima i povećanja troškova investicija. Moguće je da će se prihodi brokera i dilera smanjiti, da će plaćati kazne ili naknadu štete ukoliko im interesi investitora ne budu ispred ličnih interesa, kao i da će im porasti troškovi pravnih usluga zbog fiducijarne dužnosti. Troškovi pravnih usluga mogu smanjiti neto zaradu brokera i dilera i naterati ih da promene profesiju¹⁷.

Komisija za hartije od vrednosti dobija provizije od transakcija hartija od vrednosti i taksi za registraciju. Budžet Komisije za hartije od vrednosti je često bio mnogo manji od godišnjih naknada koje naplaćuje, te je postojao interes da se agencija samofinansira, kao što je bio slučaj sa federalnim agencijama koje regulišu rad banaka. Na osnovu Dodd-Frank zakona neke naknade se koriste za finansiranje Komisije za hartije od vrednosti, dok druge idu u opšti fond Trezora. Budžet Komisije za hartije od vrednosti i dalje kontroliše Kongres, ali se zahtev za finansiranje iz budžeta podnosi direktno Kongresu, a sredstva za finansiranje Komisije za hartije od vrednosti su gotovo udvostručena.

Na osnovu Zakona osnovana je Kancelarije za pravnu pomoć investitorima (*Office of the Investor Advocate*) u okviru Komisije za hartije

¹⁷ J. Gold, J. Gramlich, D. Kerr, „How the Dodd-Frank Act Affects the Standard of Care Required of Brokers/Dealers“, *Journal of Financial Service Professionals*, 65/2011, 65-66.

od vrednosti, koja ima obavezu da pruža pomoć investitorima u rešavanju značajnih problema sa Komisijom ili samoregulatornim organizacijama, identifikuje oblasti u kojima se regulativa može unaprediti u interesu investitora, i identifikuje probleme koje investitori imaju sa pružaocima finansijskih usluga i investicionim proizvodima¹⁸.

U okviru Komisije za hartije od vrednosti je predviđeno osnivanje i Saveta za pomoć investitorima (*Office of Investor Education and Advocacy*)¹⁹, čija svrha je savetovanje sa Komisijom za hartije od vrednosti o regulatornim prioritetima, rešavanje problema u vezi sa regulativom vezanom za hartije od vrednosti, strategijama trgovine, strukturom naknada i efikasnošću obelodanjivanja informacija, inicijativama za zaštitu interesa investitora, inicijativama za unepređenje poverenja investitora i integritet tržišta hartija od vrednosti.

Zakonom je predviđeno osnivanje registra „opštinskih savetnika” u Kancelariji za opštinske hartije od vrednosti Komisije za hartije od vrednosti, na osnovu čega je doneta privremena regulativa koja će biti na snazi do 31.12.2014. godine²⁰. Posrednici koji obezbeđuju finansijske savete opštinama moraju se registrovati, a svoje poslovanje obavezni su da oragnizuju u skladu sa regulativom Odbora za regulatorna pitanja opštinskih hartija od vrednosti (*Municipal Securities Rulemaking Board, MSRB*). Predviđena je i njihova fiducijarna dužnost prema klijentima.

12. Hedž fondovi

Do sada je bilo nekoliko bezuspešnih pokušaja regulisanja hedž fondova. Dodd-Frank zakon predviđa značajne izmene u radu hedž fondova koje, između ostalog, finansijski sistem treba da učine transparentnijim²¹.

Dodd-Frank zakon ukida izuzeće „privatnih savetnika” po Zakonu o investicionim savetnicima i predviđa obavezu savetnika privatnih fondova, kao što su hedž fondovi sa aktivom u vrednosti od 150 miliona dolara i više, da se registruju kod Komisije za hartije od vrednosti i prezentuju informacije o investicionim portfolijima i strategijama u cilju nadzora nad sistemskim rizikom. Savetnici fondova kapitala nemaju

¹⁸ Office of the Investor Advocate, http://www.sec.gov/investorad#.U8vG0vl_uZs, 15.07.2014.

¹⁹ Office of Investor Education and Advocacy, http://www.sec.gov/oiea#.U8vH2vl_uZt, 15.07.2014.

²⁰ Extension of Temporary Registration of Municipal Advisors, <http://www.sec.gov/rules/interim/2013/34-70468.pdf>, 15.07.2014.

²¹ K. C. Sierra-Yanez, „Hedge Funds and Increased Regulatory Scrutiny Under Dodd-Frank”, *Banking & Financial Services Policy Report*, 30/2011, 17-18.

obavezu registracije, za razliku od fondovi privatnog kapitala. Podignuta je granica za registraciju kod Komisije za hartije od vrednosti na 100 miliona dolara, a mali savetnici će se registrovati kod države, s tim da je registracija kod Komisije za hartije od vrednosti obavezna ukoliko država u kojoj savetnik posluje nema regulativu koja se bavi pitanjem savetnika, ili ako je savetnik registrovan za obavljanje delantosti u više od 15 država.

Poslovanje hedž fondova je godinama nedovoljno regulisano. Iako se ne mogu smatrati krivcima za brojne probleme finansijskog sistema, svakako su im značajano doprineli. Više informacija o njihovom poslovanju može samo doprineti transparentnosti finansijskog sistema²².

13. Naknade rukovodilaca i korporativno upravljanje

Odredbe u vezi sa korporativnim upravljanjem i naknadama u Dodd-Frank zakonu mogu da utiču na bilo koju privrednu granu²³. Najmanje jednom u tri godine akcionari kompanija čije su akcije na berzi mogu da glasaju kako bi odobrili naknade rukovodilaca. Komisija za hartije od vrednosti ovlašćena je da usvoji regulativu kojom se predviđaju izuzeci u slučaju malih kompanija koje su na berzi. Komisija je takođe ovlašćena da donese regulativu kojom će dozvoliti akcionarima da nominuju kandidate za izvršne odbore, s tim da od ovih obaveza mogu biti izuzete male kompanije.

Zakon predviđa obavezu Komisije za hartije od vrednosti da promeni regulativu da bi predvidela obavezno obelodanjivanje dodatnih informacija o odnosu naknada za rukovodioce i finansijskih performansi korporacija prema promenama vrednosti akcija emitenta i distribuciji dividendi. Komisija za hartije od vrednosti mora da usvoji regulativu koja zabranjuje berzama akcija prodaju akcija kompanija koje ne usvoje politiku na osnovu koje će rukovodioci biti obavezani na vraćanje neopravdano isplaćenih bonusa.

Regulatorna tela treba zajedno da usvoje smernice kojima će finansijskim institucijama sa više od jedne milijarde dolara u aktivni zabraniti ugovaranje preterano visokih zarada na bazi bonusa koje bi mogle dovesti do gubitaka finansijske institucije rukovodiocima, zaposlenima, direktorima ili glavnim akcionarima.

²² *Ibid.*, 20.

²³ J. Rashty, "The Dodd-Frank Act Addresses Corporate Governance", *CPA Journal*, 4/2012, 40.

Očigledno je da je namera Kongresa bila da uvede ograničenja na naknade rukovodilaca, ali da nisu želeli da postave gornje limite naknada ili da propišu šta se smatra prihvatljivim naknadama. Zakon garantuje obelodanjivanje više informacija i predviđa više mehanizama kojima se povećava odgovornost direktora i transparentnije donošenje odluka o naknadama rukovodilaca. Primena regulative će pokazati koliko su ove odredbe zakona uspešnije od prethodnih pokušaja ograničavanja naknada i nametanja više odgovornosti rukovodiocima²⁴.

14. Osiguranje

Pitanjem dodatnog regulatornog nadzora nad radom osiguravajućih kuća na osnovu Dodd-Frank zakona bavi se Federalna kancelarija za osiguranje (*Federal Insurance Office, FIO*) u okviru Odeljenja za trezor. Federalna kancelarija za osiguranje prikuplja informacije o konsultantskim poslovima vezanim za pitanja osiguranja i ima ograničena ovlašćenja u vezi sa preventivnim postupanjem u slučaju da se osiguravači iz SAD stavljaju u manje povoljan položaj na osnovu postojećeg međunarodnog ugovora²⁵. Biro za finansijsku zaštitu potrošača nema ovlašćenja za nadzor nad radom osiguravača. Sistemski značajni osiguravači spadaju pod nadležnost Saveta za nadzor nad finansijskom stabilnošću, posluju na osnovu regulative Federalnih rezervi i odluka o posebnim ovlašćenjima po Zakonu, iako se odluke u slučaju nesolventnosti osiguravača mogu donositi na osnovu propisa kojima se reguliše rad osiguravajućih kompanija upisanih u registar države.

15. Zaključak

Dodd-Frank Zakon o reformi finansijskog tržišta i zaštiti potrošača iz 2010. godine se smatra najambicioznijim propisom iz oblasti finansija u Sjedinjenim Američkim Državama od 1930-tih godina²⁶. Zajedno sa drugim regulatornim reformama koje sprovode regulatorne agencije, cilj zakona je da okonča problem pravnih lica koja su suviše velika da bi propala, i od njega se očekuje da temeljno promeni strukturu finansijskih

²⁴ P. Schneider, „Dodd-Frank Financial Reform Legislation Addresses Executive Compensation”, *Journal of Financial Service Professionals*, 65/2011, 30.

²⁵ D. Lindberg, D. Seifert, „Enterprise Risk Management (ERM) Can Assist Insurers in Complying with the Dodd-Frank Act”, *Journal of Insurance Regulation*, 30/2011, 335.

²⁶ V. Acharya, “The **Dodd-Frank Wall Street** Reform and Consumer Protection Act: Accomplishments and Limitations”, *Journal of Applied Corporate Finance*. 23/2011, 43.

tržišta²⁷. Ovaj rad daje poređenje rešenja iz samog zakona i principa dosadašnjeg poslovanja finansijskog tržišta u odnosu na sistemski rizik koji svaka finansijska kompanija predstavlja zavisno od vrste transakcija kojima se bavi, kao i u odnosu na benefite koje Zakon donosi s obzirom na dosadašnje iskustvo američkog finansijskog tržišta.

Assist. prof. Vladimir Jovanović

Law Faculty of Economics and Justice, Novi Sad

Mirjana Misailović, M.A.

Editor in Agency of Textbooks, Belgrade

DODD-FRANK ACT – FINANCIAL SYSTEM REFORM OF USA

Summary

Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act passed in 2010 is among the most significant regulatory reform acts since Great Depression. Proponents contend that its main provisions should help in preventing new financial distress, while detractors argue that it will endanger future economic growth due to too many restrictions on financial system and penalization of risk taking.

Key words: Dodd-Frank Act, financial system reform.

²⁷ D. N. Lamson, G. L. Lozansky, "Developments in Asset-Backed Securitization since Dodd-Frank: An Assessment of the Regulatory Landscape", *Journal of Structured Finance*, 17/2011, 8.