

*Проф. др Мирко Васиљевић,
Правни факултет, Београд
Председник Удружења правника у привреди СРЈ*

Нови прописи и заштита инвеститора

1. Уводна одређења

У земљи која још не зна ни свој државни, ни свој политички оквир, изгледа ни само име (као да смо све друге послове са државом и привредом позавршавали и само нам је то још остало да нацију и државу забављамо око имена), разумљиво да не може бити јасан и привредноправни оквир. Званично, нове државнополитичке власти, што је свакако похвално, за разлику од раније неодређености и препуштања наслеђивању, прогласиле су примарну државну стратегију - чланство у ЕУ. Овим је дат јасан путоказ за све наше прописе, посебно привредноправне – њихов пут је пут усклађивања са прописима ЕУ. Истина, пошто наша земља (ако доиста ико код нас још увек зна шта је то уистину) још увек није формално закључила са ЕУ тзв. Споразум о асоцијацији и стабилизацији (САС) таква формална обавеза за нас још не постоји, али мислимо да нема сумње да и без тога треба се кретати путевима земаља из окружења, које су такође прихватале усклађивање свог законодавства и пре формалног приступа овом споразуму.

Дакле, основна идеја водила нашег права и филозофија нашег права требало би да буде уклапање у велику европску породицу права, којој ми не само територијално, већ и цивилизацијски и вокацијски припадамо. Уосталом, наша правна традиција није у том погледу баш сасвим "тиква без корена" и с правом може, с обзиром на димензије земље и народа, бити поносна на свој допринос тој породици права и тој култури. Не могу се данас спорити вредности, не само с обзиром на време кад су донети, наших водећих споменика правне културе, попут Српског

грађанског законика (средина XIX века), Општег имовинског законика (крај XIX века), као ни Закона о облигационим односима (средина друге половине XX века) и њихов допринос европској правној традицији и култури.

Идеја водила нашег права, дакле, више није спорна. Ипак, неочекивано и у таквим условима, све остало код нашег права данас је спорно. Чини се да већ дуже време, за никог код нас није спорно да се наше право не креће руковођено таквом идејом водилом, већ да се налази на вишеструким размеђама.

2. Размеђа нашег права

Прво размеђе је поплава англосаксонског права, посебно америчког, у нашем праву. Такав утисак одаје већина прописа који се доносе у последње време. Иако нема сумње да се и само англосаксонско право мења, са доминацијом писаних извора права и слабљењем прецедентног утицаја, те иако нема сумње да се све више међународних и регионалних, као и аутономних, извора доноси са све снажнијим утицајем ове правне породице, чини се да смо у овом погледу постали "већи католици од папе". Континентално европско право (civil law) наслоњено на традицију римског права и његове рецепције још увек има снажну потребу, не само цивилизацијску, да остане своје на своме, чиме ће свакако и светска правна баштина бити богатија. Треба ли подсетити наше законописце и законодавце да идеја водила нашег права није пут ка англосаксонском праву, већ пут ка праву ЕУ, а оно је још увек и надамо се да ће и остати, посебна правна породица и култура (civil law) у односу на англосаксонску правну породицу и културу (common law). У противном и сама идеја права и правна цивилизација били би осиромашени, у својој унисонности и обескорењености.

Друго размеђе нашег права је поплава прагматизма и апсолутне суверености само једне власти-извршне. Иако се, наиме, мора признати да време приватизације у извесном смислу намеће ad hoc прописе, ипак се чини да смо у том погледу отишли у сасвим другу крајност – уместо закона нашом привредном сценом све више се влада разним подзаконским прописима, чиме извршне власти преузимају законодавну власт, што већ озбиљно угрожава и саму идеју поделе власти и води без остатка јединству власти (ни површно критичком посматрачу код нас неће ово уверење поколебати формално постојање тзв. судске власти, као посебне власти, с обзиром на њену институционалну, материјалну и сваку другу зависност од извршне власти, која још увек демонстрира праксу да самосталност судске власти треба оставити за нека друга времена).

Треће размеђе нашег права је постојање два (негде и три) паралелна правна система, посебно привредноправна: правни систем Србије (у ком делом влада и правни систем Југославије) и правни систем Црне Горе (у ком уопште не влада правни систем Југославије, посебно не привредноправни). Јединствено тржиште претпоставља јединствене бар привредноправне прописе, како би се омогућио слободан проток робе, људи, капитала, вршења услуга (тзв. четири "велике сло-

боде" у праву ЕУ). И недавни Споразум о преуређењу односа у СРЈ између Србије и Црне Горе у основи је дао печат затеченом стању, у коме Црна Гора има заокружену привредноправну регулативу, док се Србија испомаже савезном регулативом. Стварање својеврсног државног провизоријума (тзв. "Соланија") са одвојеним спољнотрговинским, царинским, девизним и монетарним режимима и системима свакако да не значи јединствено тржиште. Отуда, наш пут ка усклађивању права са правом ЕУ мора изгледа бити не директан, већ заобилазан: интерно усклађивање и тек након тога екстерно усклађивање (да ли је "преко прече, наоколо ближе"?). Уосталом, како бисмо ми изневерили себе – времена смо увек имали вишка на располагању и тај нам ресурс није био толико битан, те смо стога и више у прошлости него у будућности.

Четврто размеђе нашег права је владавина неправна и правне несигурности, уместо владавине права и правне сигурности. Обележја овог размеђа су свакодневна, свеprisутна и свеутицајна. Уверљивости ради, овде ће бити поменута само карактеристична, која без икакве сумње оптерећују нашу насушну националну потребу стварања повољне инвестиционе климе за поверење инвеститора свих боја за инвестициона улагања. На терену законодавства: незаокружена регулатива, посебно привредноправна, као и све чешће владање уредбама и другим подзаконским прописима уместо владања законима; на терену судства: бројни примери слепог и по судски систем компромитујућег извршавања налога политичке власти, као и различитог поступања судова ниже и више инстанце у истоветним стварима (Поштанска штедионица, Галеника ICN, Мобтел, Пионир, бројне банке и сл.); на терену извршне власти: примери отвореног стављања до знања судској власти ко је истински једина власт у земљи (Телеком, Галеника ICN, Мобтел и др.).

Пето размеђе нашег права је сукоб права и институција које га примењују. Наиме, тачно је да је наше законодавство још увек неизграђено, посебно привредноправно, што је озбиљно оптерећење за сигурност инвеститора и инвестиционо поверење и што свакако треба у што је могуће краћем року, али не на уштрб квалитета прописа, отклонити доношењем адекватних прописа. Ипак, с друге стране, чињеница је да и у условима присутности и релативно адекватне регулативе (нпр. Закон о предузећима) постоји нетолерантан несклад између законских решења и института и степена њихове примене. Наш традиционални синдром повике на прописе, с једне стране, и непримене прописа, с друге стране, овим се на својеврстан начин цементира. Најмање двадесетак правних института из овог прописа има своје адекватно правно утемељење, засновано на универзалности ових института у упоредном праву, али се ипак у нашој пракси неадекватно примењују или се уопште не примењују: принцип одржања основног капитала, забрана враћања улога акционарима и члановима друштва, клаузула недозвољене конкуренције, клаузула сукоба интереса, права мањинских акционара и чланова друштва, посебна правила за једночлано друштво, одговорност оснивача за штетно поступање при оснивању друштва капитала, забрана прекорачења унакрсног стицања акција матичног и зависног друштва и стварање друштва капитала без капитала, забра-

на тзв. система водопада и кружења истог капитала у више друштава за симулацију постојања оснивачког капитала, улагање преосталог обавезног оснивачког капитала у року од две године од оснивања друштва капитала, достава судском регистру биланса пословања и извештаја управа о пословању и налаза ревизора код отворених друштава, искључење права гласа због сукоба интереса, доминација интереса друштва капитала над интересом већинског акционара или члана друштва, солидарна одговорност оснивача за уплату уговореног улога, заштита поверилаца код смањења капитала, заштита поверилаца код фузија друштава капитала, право изласка из друштва код злоупотребе права већинског акционара или члана, ликвидација друштва капитала по захтеву мањинских акционара или чланова у случају злоупотребе права већинског власника итд.

И да не набрајамо даље, и ово је ваљда уверљиво да нам бар до сада правна култура није била јача страна, те да смо уместо култе примене права развијали култ својеврсне непримене закона ("евегу рупа у закону"). И тамо где постоје јасни правни институти, неспорно утемељени, универзално присутни, све институције које примењују право, укључујући и државну управну, судску и извршну сферу, парламентарне институције, привредне субјекте и грађане, као да се сви труде да (не)примени прописа дају свој печат и своју релативизацију значења правног института. Све то појединачно и у целисти узев ствара једну лошу слику стања права и правне културе код нас, што разумљиво има снажне реперкусије на инвестиционо поверење и инвестиционо климу за улагање код нас. Све чешће је инвеститор у позицији да стрепи како ће орган примене права применити право, будући да се институције примене права све више претварају у институције креаторе (не)права, што је само корак до потпуног правног волунтаризма и неправде, а самим тим и до развојног безнађа и потпуног инвестиционог неповерења.

3. Правни стандарди заштите инвеститора

Страни инвеститори (улагачи) и инвеститори уопште заинтересовани су посебно за правно уређење следећих области: прво, режим својине (код нас недостаје посебан Закон о својини, постоји још друштвена својина, титулар државне својине су само републике, са нешто својине савезне државе, а у сваком случају нема комуналне својине, по републичком Уставу Србије постоји монопол државне својине на грађевинском земљишту и ово земљиште је практично изван промета, нејасан и недвољно стимулативан режим стицања својине на земљишту страних лица); друго, режим правила о привредним друштвима (покривен је важећим Законом о предузећима који је у доминантној мери хармонизован са правом ЕУ и са завршетком поступка приватизације треба да се "трансформише", са одређеним изменама у Закон о привредним друштвима); треће, режим страних улагања (покривен недавно донетим релативно добрим законским актом, мада би због принципа националног третмана страних лица требало овај пројект укомпоновати у Закон о привредним друштвима); четврто, режим стечаја (предстоји доношење новог закона,

који би посебно требало да уреди тзв. форме реструктурирања предузећа кроз стечајни поступак, како се ово важно питање привредног система не би регулисало уредбом као што је то сада случај, што у најмању руку оставља озбиљну сумњу у њену уставност и законитост¹⁾; пето, режим заштите поверилаца (код нас у озбиљној кризи и поред у свему узорног законског пројекта Закона о облигационим односима, посебно због потребе озбиљног унапређења режима уређења и праксе функционисања средстава обезбеђења); шесто, девизни спољнотрговински режим (очекују се нови закони за либерализовање ових режима у правцу испуњавања услова за пријем у СТО); седмо, режим антимонополског законодавства (код нас незадовољавајући и на плану норме и на плану праксе); осмо, режим приватизације (код нас нестабилан између осталог и због честог мењања законског модела и недостатка кредибилитета институција које га спроводе); девето, режим закона о раду и штрајку (код нас значајно унапређен у складу с одговарајућим конвенцијама МОП-а и упоредноправним тенденцијама доношењем републичког Закона о раду, али који је делом отишао и недозвољиво и неприхватљиво даље, што још увек није случај са режимом штрајка); десето, режим права индустријске својине (код нас уређен релативно добрим законима, али са изузетно лошом дисциплином примене); једанаесто, режим арбитражног решавања спорова (код нас релативно функционише и поред потребе за доношењем посебног закона); дванаесто, режим судског решавања спорова и независност судске власти (позната спороност наших судова, делом и због потребе озбиљне ревизије процесног законодавства и недовољна фактичка независност и самосталност); тринаесто, режим извршења судских и арбитражних одлука (позната неефикасност, делом и због незаштите поверилаца уопште, а посебно због потребе озбиљне ревизије прописа о извршењу); четрнаесто, фискални и порески режим (и поред честих тзв. пореских и фискалних реформи и даље релативно нејасан, нестабилан и инвестиционо нестимулативан у бројним сегментима); петнаесто, режим социјалних права (неусклађеност креираних права и буџетских могућности, с једне стране, и , с друге стране, неадекватност неких социјалних права).

Уређење ових правних области, које су од првенственог значаја за стабилну инвестициону климу за улагање капитала у једној земљи, треба да буде руковођено следећим правним начелима: прво, начело правне сигурности²⁾ (стабилност прописа, неретроактивност прописа, јасност прописа, флексибилност прописа за пословне идеје, недвосмисленост прописа – "што сваки једнако разуме томе тумача не треба" рекао би знаменити правник Богишић); друго, начело владавине закона као правило и подзаконских прописа као изузетак; треће, начело самосталности, независности и ефикасности институција које примењују прописе (у многим случајевима потребно је прописати обавезне рокове, са санкцијом тзв. ћутања администрације, као нпр. код регистрације предузећа, издавања разних дозвола и сагласности и слично); четврто, начело равноправности страних и домаћих лица под

1. Уредба о поступку и начину реструктурирања предузећа и других правних лица, "Службени гласник РС", бр. 1/2002.

условима узајамности; пето, начело конкурентности прописа са другим релевантним земљама; шесто, начело трајности прописа, посебно привредноправних, и неутрицајност политичких промена на измену прописа; седмо, начело усклађености (хармонизације) правних института са релевантним земљама тржишне привреде; осмо, начело правне едукованости и култа примене права и понашања по праву; девето, начело кредибилности уопште и некорумпираности посебно институција које креирају и примењују право; десето, начело публицитета и јединствених регистара као начина стицања права (земљишне књиге као регистри непокретности, регистри залога на покретним стварима и уделима, регистри хартија од вредности и права трећих лица на њима, регистри привредних субјеката и других правних лица, регистри предузетника, регистри бонитета привредних субјеката, кредитни регистри привредних субјеката, регистри концесија, регистри права индустријске својине и др.).

4. Заштита инвеститора и релевантни реформски закони

Заштита инвеститора у нашој земљи (за тренутак се нећемо освртати на чињеницу да никоме изгледа и није јасно шта је то уствари) настоји се значајно побољшати доношењем низа нових тзв. реформских закона, како би се побољшала инвестициона клима и подстакла инвестициони талас. У том погледу, у последњих годину дана донето је низ релевантних прописа и на савезном и на републичком нивоу, који уз евидентно отварање наше привреде, имају и очигледну усмереност ка јачању тржишне правне инфраструктуре и степена правне сигурности код нас. Ипак, у том погледу се није увек доследно, што ће за потребе овог рада бити показано на три у доброј мери контроверзна приступа.

Прво, Закон о страним улагањима.³⁾ Иако је реч о добром законском пројекту, који свакако треба да допринесе дизању нивоа инвестиционог поверења страних инвеститора код улагања у нашу земљу, првенствено због датих гаранција (слобода страног улагања, *национални њрејман сїраних лица*, правна сигурност

- Имајући у виду наш степен правне културе, чини се излишним постављање питања да ли је допринос јачању принципа правне сигурности нпр. Закон о привредним друштвима Црне Горе ("Службени лист РЦГ", бр. 6/2002), који трговачко ортачко друштво своди на класични грађански ортаклук без субјективитета и уписа у судски регистар (чл. 6.), или "синдромом либерализма" прописује оснивање друштва са ограниченом одговорношћу са симболичних један евро (чл. 66 - да ли се може очекивати да ће степен озбиљности власника при намерном банкротству овог друштва након преваре неког повериоца бити виши од озбиљности при оснивању овог друштва са таквим капиталом?!), или који привредна друштва капитала и командитно друштво (предузеће) изједначава са аутомобилом и прописује им, без обзира што се чак и претпостављено оснивају на неодређено време, обавезно продужење регистрације сваке године и претњу ликвидацијом ако то не учине у прописаном року (чл. 86.-87. - желели бисмо да верујемо да то ипак није учињено из фискалних разлога, иако држава за свако годишње продужење регистрације наплаћује "симболичних" 100 евра).
- Закон о страним улагањима, "Службени лист СРЈ", бр. 3/2002.

са стеченим правима, принципијелна забрана експропријације или других мера државе са једнаким дејством, слобода конверзије домаће у страну валуту, слободан трансфер добити и слично), ипак и овај пројект дајући национални третман страним лицима и изједначајући их у том погледу са домаћим лицима у пословању у нашој земљи, није одолео искушењу да поведен за својом основном циљном функцијом (привлачење страних инвеститора и страних инвестиција) и установљењем основа за подстицаје за страна улагања (слобода увоза, царинске и пореске олакшице и царинска ослобођења) у основи креира *систем национално (не)третмана за домаћа лица*. Нема правног ни економског оправдања, кад је о позицији домаћих лица реч, да иста уживају ове подстицаје ако су "домаћи странци" (преко свог предузећа основаног у иностранству или преко свог боравишта у иностранству дужег од годину дана, када у смислу овог закона престаје да буде домаће лице), а де не уживају кад нису странци.⁴⁾ Национални (не)третман домаћих лица појачава и Закон о приватизацији⁵⁾ прописујући да "домаће физичко или правно лице може бити купац капитала или имовине по овом закону тек пошто пружи доказе да је измирило обавезе према Закону о једнократном порезу на екстра доходак и екстра имовину стечене искоришћавањем посебних погодности, или пружи доказе да није обвезник пореза (да ли је могуће пружање негативног доказа у праву – примедба М.В.) по том закону, "додајући да је уговор о продаји који се закључи противно овој одредби ништав. Верујем да смо се оваквим решењима легитимисали као једина земља у свету која више "воли" страни капитал и стране грађане од домаћег капитала и домаћих грађана?! Аферим!

Друго, тзв. Закон о једнократном порезу на екстра доходак и екстра имовину стечене искоришћавањем посебних погодности⁶⁾, који без обзира на мотиве доношења, у економском смислу је нанео више штете него користи, а у правном смислу поново је реактивирао праксу доношења прописа са ретроактивним обележјима, који се како је и сам рекао примењује "до дана доношења", што је свакако риплијевски правни новум који као такав заслужује да буде "патентиран". У психолошком смислу овај закон је имао максимални ефекат одвраћања од инвестирања у нашу земљу, како страних инвеститора, тако и домаћих инвеститора (који би по нашем виђењу и требало да буду једна од главних циљних инвестиционих група, јер како је то замена страних валута у евро показала располажу свакако пажње вредном уштеђевином од око девет милијарди ДЕМ, која се углавном налази у "сламарицама" а не у инвестиционим токовима, у доброј мери и због овог законског пројекта и свакако због институције тзв. старе девизне штедње. Све док у овој земљи код носилаца политичке власти и законодаваца доминира комунистички синдром оличен у метафори "држ'те лопова" (лепше речено "утврђивање порекла имовине"), са снажним идеолошким набојем који мења само свој предзнак,

4. "Сви у странце", поручио је један довитљиви новинар после доношења овог закона. Види: Политика, 13.02.2002. године.

5. Закон о приватизацији (члан 12. ст. 3. и 4.), "Службени гласник РС", бр. 38/2001.

6. Закон..., "Службени гласник РС", бр. 36/2001.

нема трајног и непољуљаног инвестиционог поверења. Ако вршиоци политичке власти, било ко то био, сматрају да је могуће установљење посебне врсте пореза само за раздобље претходне политичке власти, те да тиме успоставе трајно инвестиционо поверење онда су они у неизвињавајућој и опасној заблуди. Промоција једног таквог концепта и рецепта од стране једне власти за претходну власт згодан је мамац и за неку нову власт, који онда дотиче и саме ауторе тог концепта и рецепта. Онда нема краја. Ако су и постојали политички разлози за увођење једне такве врсте пореза, што је страна нашој вокацији, онда су његови основи требали да важе, ако их наравно буде, што се не може унапред искључити, правно посматрано бар у истој равни од момента доношења овог тзв. закона (што законодавац очигледно није хтео јер би и сам могао ући у његово "видно поље"), ако не и првенствено што је вокација сваког закона, као и до момента доношења овог закона (што је очигледно законодавац само и хтео). Ако се овом дода и евидентна пракса његове селективне примене, онда се доиста мора закључити да је реч о својерсном "правном монструму". Уз то, и наводно одлучивање Савезног уставног суда о његовој уставности (био је толико самосталан да је могао да се изјасни о неуставности знакова интерпункције у овом закону), те и јавна улога извршне власти у том процесу (довољно је подсетити на изјаве више министара, који се нису либили да се јавно поругају и самој потреби независности уставног суда власти у овом домену), у свој својој оштрини и огољености показали су свим инвеститорима да смо ми далеко од правних стандарда заштите инвеститора.

Уместо оваквих порука свим инвеститорима, посебно домаћим, који се плаше оваквим законским решењима, који их свакако неће уверити у нашу одлучност у креацију једног стабилног правног поретка, који обезбеђује компатибилно и конкурентно окружење за трајан инвестициони интерес, чини се да нам треба, а после оваквих законских полурешења у то смо још више уверени, једна јавна манифестација политичке воље да су сви инвеститори код нас слободни и сигурни да улажу свој новац, да им држава неће претити ретроактивним прописима или "завиривањем у тањир". Једна таква манифестација би била могућа преко *посебне Декларације Скупштини*, којом би се извршила нека врста јавне амнестије свих наших грађана који би свој новац, ма где се он налазио, инвестирали у земљи у одређеном року (како се пројект не би разводнио), са запошљавањем домаћих грађана и уз одређено максимално стимулативно пореско "раздужење" са државом (једини изузетак, под условом да се не претвори у правило и да доиста и остане изузетак, могао би се евентуално оставити за новац стечен извршењем одређених кривичних дела). Само на тај начин би се оних девет милијарди ДЕМ нашло у већини у инвестиционим токовима, као и иних милијарди (домаћих грађана и наше тзв. дијаспоре) вероватно ван земље. У противном, остаћемо заробљеници идеје "лова на вештице" и уверења да се тзв. донацијама (питање је само за коју страну!) може конкурентно развијати, што је сигурна гаранција дефинитивног привредног колапса и националног самопонижења.

Треће, Закон о приватизацији (републички). Не спорећи чињеницу да је овај закон промовисао тржишни модел приватизације, ороченост, обавезност и јавност процеса, што је свакако његов квалитет, чини се да се и овом пројекту са становишта сигурности и заштите инвеститора могу ставити озбиљне примедбе. Прво, што је констатација само чињенице а не одбрана превазиђеног Устава, над овим законом у најмању руку виси озбиљна сенка (не)уставности и (не)законитости. Друго, закон иако је оцењен као тржишан у основи промовише само један модел приватизације (модел продаје комбинован са елементима поклона), што је у основи државни монопол, као ван уставна категорија. У најавама измене Закона о предузећима овај модел ће бити и доиста једини, будући да ће се укинути заједничка улагања, докапитализације, конверзије потраживања у улог, статусне промене и слично, предузећа са (већинским) друштвеним и државним капиталом без сагласности владе републике. Ово без сумње, и поред потребе јачања одређених облика контроле ових процеса (остаје, међутим, питање "ко ће контролисати контролора?"), није у складу са тржишним потребама, спутава иницијативност привредних субјеката и укида атрибут тржишности овом закону. Уместо овог чини се да је потребно отворати више простора за неспорно и друге тржишне моделе измене својинске и управљачке структуре предузећа, макар и не били директно приватизационог карактера, како би се сходно основној тржишној логици отворила могућност избора. Директна преференција државног интереса кроз модел продаје (пуњење буџета) има своја објективна ограничења (мала тражња, куповина тржишта кроз куповину предузећа и затварање купљеног предузећа – ово модел директне докапитализације искључује, отварање питања да ли треба продавати најбоља предузећа која су и потенцијално најинтересантнија,⁷ мали број потенцијално интересантних предузећа за куповину, потреба докапитализације предузећа и након куповине и слично), која по својој логици траже "нападе са свих страна" и другим моделима приватизације, како би се процес завршио бар већински у законском року (с обзиром да више нема дилеме да је приватизација својеврсни аксиом – "свака ствар свога господара тражи" рекао би Богишић). Треће, овај закон промовише максимално централизован модел приватизације (централизована средства, поступак, модел, органи, контрола), што је правно посматрано опет монопол који је извануставна категорија. У Србији је у свему општи тренд децентрализације, а само се приватизација у потпуности централизује (уз то овај модел спада и у изузетно скупе моделе приватизације и у изузетно споре моделе). Иако се говори о јавности (транспарентности) овог модела, то у ствари не може бити његова одлика управо због толике централизације (централизација и тзв. транспарентност не могу бити у превеликој љубави). Најбољи пример за то је приватизација три цемента у Србији, где су на три тзв. тендера учествовала само четири потенцијална купца (да ли јавност постоји у тој мери код односа 4:3, кад је само један потенцијални купац остао без "колача"!). Четврто, овај закон као да тежи да сва привати-

7. *Словеначке дилеме- зашто странцима да продајемо нешто што не морамо*, "Политика", 4. 02. 2002. године.

зована предузећа изведе на берзу (принцип "сви на берзу и све на берзу"), што је опет креирање монопола који је извануставна категорија. Ово је такође и противно светским трендовима доминације затворених друштава (која не иду на берзанско тржиште акција) и изузетка отворених друштава (која иду на берзанско тржиште). Шта више, правило је да се доносе и посебни закони којима се штите и отворене компаније од непријатељских преузимања (hostile takeover), што још увек није случај са нашом земљом и где су у посебним ризицима већински приватизована предузећа по ранијим законима.⁸⁾

5. Заштита инвеститора и средства стварноправног обезбеђења у нашем праву

Инвеститори који не улазе у облике корпоративног улагања (трајни капитал улози у разним формама привредних друштава општег и специјализованог типа), већ улазе у разне форме у основи кредитних послова имају посебну потребу за сигурношћу својих потраживања, која се постиже разним стварноправним и облигационоправним средствима обезбеђења. За разлику од облигационоправних средстава обезбеђења, која у нашем праву бар нормативно не заостају за релевантном правном инфраструктуром упоредног права, стварноправна средства обезбеђења у нашем праву захтевају знатно унапређење не само праксе већ и саме регулативе, која у добром делу заостаје за одговарајућом регулативом релевантних земаља у упоредном праву. Ово се огледа како на плану усавршавања неких постојећих инструмената стварноправног обезбеђења, тако и на потребу креације неких нових таквих института у нашем праву.

Прво, стварно право на непокретностима (као и бродовима и авионима) у основи је код нас уређено задовољавајуће. Ипак, основни проблем код сигурности овог средства обезбеђења састоји се у томе што земљишне књиге не постоје на већем делу земље⁹⁾, а и где постоје нису ажурне (проблем претпоставке апсолутне тачности јавне књиге и проблем сукоба књижног и ванкњижног власника), и најзад, хипотекарни поверилац не може вршити продају заложене непокретности већ мора водити спор по хипотекарној тужби и тек по добијеном извршном наслову може тражити извршење продајом хипотекарног добра, што по правилу траје веома дуго и што је свакако за повериоца неповољно. Да ли катастри непокретности,

8. Такво драматично упозорење дошло је недавно и од Асоцијације акционарских предузећа Србије. Види: "Политика", 4.02. 2002. године.

9. Земљишне књиге постоје у Србији на 23% територије, док катастар непокретности као облик својинске евиденције, који је установљен тек 1992. године постоји само на 9% њене територије, док је на осталом подручју једини облик јавне евиденције о земљишту катастар земљишта, који је ажуриран и основан је за целу републику (у коме су подаци о земљишту, његовим корисницима и о катастарском приходу, али се у њега не могу уписати својина на непокретности, као ни саме саграђене непокретности, иако оне по вредности, по правилу, превазилазе вредност земљишта, а у њих се не може уписати самим тим ни хипотека). Извор: "Политика", 3.02.2002.

најављеним променама и ажурирањем у смислу укњижбе својине земљишта и својине на изграђеним непокретностима, па самим тим и хипотеке, које у основи воде управни а не судски органи¹⁰⁾, могу по својој сигурности заменити земљишне књиге, велико је правно питање, на које изгледа није тешко дати одговор (што се нас тиче, пре смо за реafirмацију земљишних књига, уз извесну савремену реформу и главне земљишне књиге, како би се омогућила и аутоматска обрада података, као и за судско вођење евиденција непокретности, с обзиром да су судови компетентнији за ове послове и уживају више поверења код грађана и инвеститора од управних органа).

Друго, у Србији, за разлику од Црне Горе где је донет посебан закон, не постоји институт фидуцијарног преноса права својине као облик стварноправног обезбеђења, уз упис у јавни регистар који води Дирекција за некретнине. Предмет фидуцијарног преноса својине могу бити и покретне (па и робни лагер) и непокретне ствари. Овај облик стварноправног обезбеђења, као облик недржавинске залог, може да буде релативно повољан облик залог и са становишта дужника (задржава ствар и може је економски за то време користити) и са становишта повериоца (по неплаћеном дугу о року овако обезбеђеном може постати власник предмета таквог обезбеђења или се може из продајне цене намирити). Ипак, чини се да постоје, за сада, озбиљне уставне сметње за установљење овог облика стварноправног обезбеђења, будући да Устав не познаје појам тзв. привремене или делимичне својине, што је у основи овај институт.

Треће, наша земља још није установила институт бездржавинске залог на покретним стварима, хартијама од вредности, потраживањима, уделима. За установљењем оваквог института постоје озбиљни и економски и правни разлози, с тим да се развију механизми јавних и јединствених регистара, који би начелом публицитета обезбеђивали сигурност инвеститора са овим средством обезбеђења.¹¹⁾ Уз то, требало би значајно кориговати начело официјелности (судског извршења) код овог обезбеђења и то тако што би се вансудско намирење у поступку јавне продаје (изузетно и непосредне продаје у складу са Законом о облигационим односима) из уговора у привреди проширило и на грађанскоправне уговоре.¹²⁾ Ово важи и за начело специјалности, које стриктно примењено значи да само одређено потраживање може бити предмет обезбеђења заложним правом и само одређене ствари могу бити предмет заложног права и то у правцу решења да свако лице може заложити сваку ствар (или право) сваком повериоцу ради обезбеђења сваког потраживања.¹³⁾ Исто се односи и на принцип недељивости залог и недељивости

10. Види: *Пет година за укњижбу*, "Политика", 3.02. 2002.

11. Први је Једнообразни трговачки законик САД (1962.) увео овакву бездржавинску залог, чл. 9109. у вези чл. 9203. Недавно га је увела и Пољска (1998.) и Република Српска (Закон о регистрованим залозима на покретним стварима и чланским уделима, "Службени гласник РС", 16/2000). За право Пољске види: Медић, "Залог као реално средство обезбеђења грађанскоправних и привредноправних уговора", маг. рад, Бања Лука, 2001., стр. 158166.

12. ЗОО, чл. 981983.

удела. Уз то, потребно би било одредити и ранг приоритета између уговорне, законске и судске залоге. Најидеалније би било изједначење по рангу и приоритету свих врста заложних права, а заложним правима дати првенство на основу момента стицања као основног критеријума, али треба бити свестан чињенице да ово по правилу није могуће. С друге стране, регистрованој залози требало би обавезно дати предност над нерегистрованом залогом.

Коначно, код залогe хартија од вредности било би неопходно кориговати решење Закона о облигационим односима, по ком заложни поверилац хартија од вредности може том хартијом располагати само пуномоћничким индосаментом, али не и својинским, што је озбиљна сметња за сигурност инвеститора обезбеђеног овим средством обезбеђења, будући да не би могао да се намири продајом овог средства обезбеђења (осим на основу својинског индосамента самог залогодавца или на основу судске одлуке, што обесмишљава овај предмет залогe), а не би могао ни да конституише подзалогу својим заложним индосаментом.¹⁴⁾

И најзад, потребно је озбиљно размотрити питање евентуалне оправданости увођења у наш правни систем института енглеског права (ретко се среће код континенталних земаља) тзв. *лебдеће залогe (floating charge)*, који у ствари представља један облик недржавинске залогe капитала друштва (трајног или обртног) или његовог дела, уписом у јавни регистар, допуштајући залогодавцу чак и располагање њиме, с тим да на отуђеним деловима капитала залога престаје, за разлику од европског концепта (где залога на отуђеној ствари не престаје до потпуног намирења потраживања обезбеђеног таквом залогом), али с друге стране ова залога се, такође за разлику од европског концепта, аутоматски без посебног уписа односи и на свако повећање капитала залогодавца. Лебдећа залога се претвара у праву залогу кад намирење тако обезбеђеног потраживања буде угрожено (пад у доцњу са плаћањем тако обезбеђеног потраживања), када заложни поверилац захтева намирење из предмета залогe постављајући дужнику принудног извршитеља (*receiver*), ради продаје оптерећеног капитала или ствари и права из којих се састоји.

6. Заштита инвеститора у хартије од вредности

Међународна организација за комисије за хартије од вредности (IOSCO) на својој годишњој конференцији у Најробију 1998. године усвојила је три циља регулативе хартија од вредности¹⁵⁾ и тридесет принципа ове регулативе, груписаних у осам категорија.¹⁶⁾

Основни циљеви регулативе хартија од вредности су:

13. Ово, на пример, предвиђа модел Европске банке за обнову и развој закона за обезбеђење потраживања конституисањем недржавинске залогe на покетним стварима.
14. ЗОО, чл. 247. Види и: Н. Јовановић, *Уговорно залагање удела и акција*, "Привредник", 114/2001, с. 915.
15. *Objectives and Principles of Securities Regulation*, International Organization of Securities Commissions, september, 1998.

прво, заштита инвеститора;

друго, обезбеђење да тржиште хартија буде фер, ефикасно и транспарентно;

и

треће, смањење системског ризика.

Основни принципи регулативе хартија од вредности који треба да обезбеде остварење ових циљева груписани су у осам категорија.

Прву категорију чине принципи у вези са регулатором, којих је укупно пет (прво, одговорност регулатора треба да буде јасно и објективно исказана; друго, регулатор треба да буде оперативно независан и одговоран у извршењу својих функција и овлашћења; треће, регулатор треба да има адекватна овлашћења, сопствена средства и капацитет да извршава своје функције и своја овлашћења; четврто, регулатор треба да усвоји јасне и доследне регулаторне поступке; пето, службе регулатора треба да поштују највише професионалне стандарде, укључујући одговарајуће стандарде поверљивости).

Другу категорију чине принципи саморегулативе, којих је укупно два (прво, регулаторни режим треба да обезбеди одговарајуће коришћење саморегулаторних организација, које омогућује директну одговорност за њихове надлежности, у зависности од обима и сложености тржишта; друго, саморегулаторне организације треба да буду подвргнуте контроли регулатора и треба да поштују стандарде поштења и поверљивости у извршавању овлашћења и делегираних одговорности).

Трећу категорију чине принципи извршења регулативе хартија од вредности, којих је укупно три (прво, регулатор треба да има свеобухватна овлашћења извршења; друго, регулатор треба да има свеобухватна инспекцијска, истражна и надзорна овлашћења; треће, регулаторни систем треба да обезбеди ефикасно и поверљиво коришћење инспекције, истраге, надзора и овлашћења извршења и имплементацију одговарајућег ефективног програма).

Четврту категорију чине принципи сарадње у регулацији, којих је укупно три (прво, регулатор треба да има овлашћења за размену јавних и нејавних информација са домаћим и страним истоветним телима; друго, регулатор треба да установи информациони механизам који омогућује размену информација, јавних и нејавних, са домаћим и страним истоветним телима; треће, регулаторни систем треба да обезбеди страним регулаторима, који треба да изврше неку истрагу, помоћ, ослобађањем извршења функција и овлашћења).

Пету категорију чине принципи у вези емитента, којих је три (прво, емитенти треба да у потпуности, правовремено и тачно објаве финансијске резултате и друге информације које су битне за одлуку инвеститора; друго, акционари компаније треба да буду третирани на фер и равноправан начин; треће, стандарди рачуно-

16. На строгост у примени ових принципа, те ризике улагања у хартије од вредности у случају њихове непримене драматично је упозорила и чувена Комисија за хартије од вредности САД (SEC) види: "Financial Times", 7. 03. 2000, стр. 1.

водства и ревизије треба да буду највиши и међународно прихватљивог квалитета).

Шестиу категорију чине принципи у вези колективних инвестиционих шема, којих је укупно четири (прво, регулаторни систем треба да постави стандарде за лиценце и регулацију за оне који желе да тргују или послују као колективна инвестициона шема; друго, регулаторни систем треба да обезбеди правила која уређују законску форму и структуру колективних инвестиционих шема и поделу и заштиту имовине клијената; треће, регулација треба да захтева објављивање информација по правилима која важе за емитенте, које су нужне за процену стабилности колективних инвестиционих шема за посебне инвеститоре и вредност инвестиционог интереса у тој шеми; четврто, регулација треба да обезбеди прикладну и транспарентну базу за процену имовине и цене и откупа инвестиционих купона у колективној инвестиционој шеми).

Седму категорију чине принципи за посреднике на тржишту хартија од вредности, којих је укупно четири (прво, регулација треба да обезбеди минимум стандарда за улаз на тржиште хартија од вредности у својству посредника; друго, потребно је обезбедити почетни и основни капитал и друге пруденцијалне услове за ове посреднике, који одражавају ризике који они предузимају; треће, од посредника на тржишту хартија од вредности треба да се захтева да испуњавају стандарде интерне организације и вођења послова који имају за циљ да заштите интересе клијената, обезбеде одговарајући ризик управљања који омогућује прихватање примарне одговорности за ова питања; четврто, потребно је утврдити одговарајућу процедуру поступања у случају пропуста посредника на тржишту хартија од вредности у циљу минимизирања штете и губитака инвеститора и контроле системског ризика).

Осму категорију чине принципи у вези секундарног тржишта, којих је укупно шест (прво, установљење система трговања, укључујући и размену хартија од вредности треба да буде подвргнуто одобрењу и надзору регулатора; друго, потребно је да постоји текући регулаторни надзор размене и трговине који има за циљ да обезбеди да се то одвија кроз фер и правична правила која осигуравају одговарајућу равнотежу између захтева различитих учесника на овом тржишту; треће, регулација треба да афирмише транспарентност трговања; четврто, регулација треба да буде постављена тако да открива и спречава манипулације и друге нефер праксе и поступке трговања; пето, регулација треба да обезбеди адекватно регулисање велике "изложености" ризика од доцње у извршавању обавеза и поремећаја на тржишту; шесто, систем клиринга и салдирања трансакција са хартијама од вредности мора бити подвргнут регулаторном надзору и уређен тако да обезбеди да је фер, ефикасан и ефективан, као и да смањује системски ризик).

Основни циљеви регулативе хартија од вредности постављени у наведеном документу IOSCO, који се састоје у заштити инвеститора, смањењу системског ризика и обезбеђењу да њихово тржиште буде транспарентно, фер и ефикасно нису у досадашњој нашој регулативи реализовани. Неразвијеност

тржишта хартија од вредности, посебно акција, код нас¹⁷⁾ није до сада у свој својој оштрини открила то обиље правних празнина и неразвијеност законске инфраструктуре, у противном показале би се све њене негативности, што би по правну сигурност потенцијалних инвеститора у хартије од вредности било погубно. Посебно у нашој регулативи серијских хартија од вредности и њиховог тржишта недостају управо развијени посебни облици заштите инвеститора у ове хартије (прво, дужност отворених друштава да о свом финансијском и правном положају, као и пословању извештавају јавност; друго, дужност појединих учесника на тржишту хартија од вредности да објављују прописане податке; треће, посебне форме заштите права мањинских акционара; четврто, забрана искоришћавања повлашћених информација; пето, забрана манипулативне праксе; шесто, забрана манипулисања информацијама; седмо, забрана пословања мотивисаног провизијом; осмо, забрана неовлашћеног обављања неких послова са хартијама од вредности; девето, поступак преузимања акционарских друштава са јавним уписом акција. Због феномена тзв. евидентне информационе асиметрије на тржишту хартија од вредности, не постоји посебна потреба да се штите тзв. *професионални (сврхени) улагачи у хартије од вредности*, већ само тзв. *неуки-несврхени улагачи, који се професионално не баве хартијама од вредности*.¹⁸⁾ Бројни берзански крахови, у ранијој и новијој историји берзанског пословања, требало би да продрмају нашег законодавца и да му укажу на потребу строге и детаљне регулативе најрегуланијег тржишта у свету – тржишта хартија од вредности и на потребу убрзања процедуре доношења новог Закона о тржишту хартија од вредности, као и његове строге примене, како би се предупредили такви крахови и у нашој пракси берзанске трговине хартијама од вредности, посебно акцијама.

7. Заштита инвеститора у хартије од вредности и берзански крахови

Један од најпознатијих и уједно и првих берзанских крахова догодио се на Лондонској берзи 1720. године, а познат је под именом Јужноморски мехур (South Sea Bubble), по имену компаније која га је изазвала. Наиме, 1711. године енглески парламент је законом основао компанију под именом "Компанија јужних мора", са циљем намирања потраживања поверилаца енглеске државе, који су је кредитирали у низу ратова. Овим законом су та потраживања "секјуритизована", тј. претворена у хартије од вредности ове компаније. Ова компанија добила је овим законом

17. У овом тренутку на Београдској берзи само 10 предузећа тргује акцијама из приватизације, просечна тржишна цена је око 36% од књиговодствене (иако је на пример једно предузеће исказало добит од 43%, али ипак просечна цена његових акција је 39%, што указује да нема одговарајућег искуства у овој области инвестирања и да инвестициона клима није повољна).

18. Више о овим разграничењима: Н. Јовановић, "Емисија вредносних папира", Београд, 2001, стр. 7783.

монопол у трговини са енглеским колонијама у јужним морима (јужни делови Африке, Индија, Аустралија, Кина). Да би прикупила свеж капитал компанија је почела да емитује акције и њихова продаја је ишла веома добро, пошто су очекивања купаца (инвеститора) била да ће она захваљујући монополу остваривати велики профит. Ипак, то се није десило и компанија је пословала са све већим губицима, што је прикривано од јавности, а губици су стално покривани новим емисијама акција, за којима је владало велико интересовање због заблуде купаца. На Лондонској берзи акције ове компаније достигале су баснословну вредност и већ 1720. године њихова укупна берзанска вредност (тзв. капитализација) износила је пет пута више од укупне новчане масе у свим земљама тадашње Европе (око 500 милиона фунти стерлинга). Када се сазнало за губитке ове компаније овај надувани "мехур" је морао "пући". Цене акција ове компаније су нагло пале и десио се берзански крах. Акционари ове компаније који су били до тада привидно богати преко ноћи су пропали и осиромашили. Изузетно мали број акционара који је ове акције препродао пре овог краха, напротив, преко ноћи се обогатио. Међу овим "добитницима" нашао се и Принц од Велса и сер Роберт Валпол, председник Владе Британије. Овај берзански крах утицао је да исте године парламент донесе тзв. *Закон о мехурима (Bubble Act)* са мотивом заштите инвеститора у хартије од вредности од сличних превара. Овим законом условљено је оснивање акционарских друштава посебном дозволом државе.

Сличан случај десио се у САД 1929. године, у време кад су курсеви акција расли на свим берзама, посебно на највећој од њих – њујоршкој. Постојала је права појава купаца за куповину акција како би се на тај начин обогатили. Већина ових куповина вршена је на кредит (on margin), што значи да је купац у моменту закључења уговора плаћао само део цене за купљене хартије (око 10-15%), а за остатак цене је добијао кредит од банке или берзанског трговца, уз истовремено залагање тих хартија за обезбеђење тог кредита. У време доспелости кредита, ако је цена хартија била виша од куповне, купац је могао да те хартије прода и врати кредит и уз то заради на разлици, а ако је цена била нижа, онда је препуштао хартије залогопримцу (кредитору) да их прода и тиме намири своје потраживање. Све ово је узело толико маха да су акције куповане по знатно вишим ценама од њихове стварне вредности у моменту куповине. Овим се створио шпекулативни бум на берзи, због раста курсева акција услед нереалних очекивања купаца тих хартија, а не због стварног профита компанија чије су то биле акције. Кад се ово схватило настала је права паника међу акционарима и десио се берзански крах. Тиме је створен тзв. "црни октобар" 1929. године. Скоро сви учесници тржишта хартија од вредности, укључујући и професионалне (попут Џона Рокфелера) и стручњаке (попут Ирвина Фишера, чувеног професора економије на Јејлу) претрпели су огромне губитке. Врхунац је достигнут 1933. године, до када су курсеви изгубили око 85% своје вредности у односу на полазну 1929. годину. Све ово је утицало да председник Рузвелт у оквиру тзв. политике "Новог договора" иницира доношење бројних

закона у конгресу, са превентивном и контролном функцијом. Реч је о чувеним законима који и данас важе – Закону о хартијама од вредности (1933.) и Закону о трговини хартијама од вредности (1934.). Упркос строгој контролној функцији америчке Комисије за хартије од вредности, у складу с овим законима, законитости тржишта некада су непредвидиве, што опет рађа, с времена на време, берзанске крахове. Најтежи берзански слом десио се 1987. године. Наиме, од 1982. године курсеви акција су стално расли да би до ове године достигли 300% своје вредности из те године. Изненада, десио се слом 19. октобра (тзв. "црни понедељак"), када су акције за само шест сати изгубиле 22% своје вредности.¹⁹⁾

И новија историја берзанске трговине обилује сличним краховима. Недавно (2001. година) крах компаније "Енрон" у САД (седма на листи највећих светских корпорација) са 690 милиона долара губитка (до ког је дошло због "прецењеног" профита од око 600 милиона долара од независне одиторске куће "Андерсон"), као и крах немачке грађевинске компаније "Holzman" због губитка 2.4 милијарде марака и крах компаније ЕМ.ТВ са 2.6 милијарди марака губитка, пољуљали су не само поверење инвеститора у берзе већ и у сам систем модерног пословања отворених компанија.²⁰⁾

19. Види: Samuelson&Nordhaus, "Economics", New York, 1992, str. 518.

20. За банкротство "Енрона" види: "Политика", 24. 02. 2002.