

**Проф. др Мирко Васиљевић**  
**Правни факултет, Универзитет у Београду**

## **Право и заштита инвеститора**

Omnia sunt incerta cum a iure disceseris – Ciceron  
(Све постаје неизвесно кад се од права удаљиш).

### **Резиме**

У овом раду аутор се бави питањем неопходних политичких претпоставки за стабилност заштите инвеститора, као и неопходних правних претпоставки за ову стабилност. Аутор констатира да је осим квантитативна права, за стабилност заштите инвеститора потребан и одговарајући квалитетивна права и његова објективна примена од стране независног и праву одговорног правосуђа. Аутор такође констатира да би унапређењу заштите инвеститора допринела и кодификација грађанског и трговачког законодавства. Унапређење заштите инвеститора посебно се актуелизује у условима промене карактера регулативе у области пословног права, којом све више доминира изв. меко право, које динамизира привредни живот, али га с друге стране чини више осетљивим у околностима недовољно предвидиве и недовољно транспарентне судске власти. Заштита инвеститора има посебних специфичности на финансијском тржиштву, које у условима недовољне транспарентности, ефикасности и сигурности институција надзора може бити извор великих манипулација. Најзад, аутор расправља питање правне основаности заштите бесправних инвеститора, што је правнолошки немогуће бранити, али у одређеним фактичким околностима има неку мекоправну верификацију. Аутор закључује да се наше право одликује недовољном транспарентношћу и недовољном кохерентношћу заштите инвеститора.

**Кључне речи:** пословно право, заштита инвеститора, квалитетивна регулатива, предвидива судска власт, финансијско тржиште, кодификација, меко право.

## 1. Претпоставке политичке стабилности и заштита инвеститора

Инвеститори, власници капитала, у принципу имају само један врховни интерес: оплођавање капитала. Претпоставка свих претпоставки за тако нешто је пре свега политичка стабилност једне земље. За ову стабилност потребно је у сваком случају неколико претпоставки:

- 1) дефинисан државни оквир и државно уређење,
- 2) стабилне и одговорне владе,
- 3) стабилни и одговорни парламенти,
- 4) редовни регуларни избори,
- 5) одговорне и држави и народу одане политичке странке,
- 6) професионална и одговорна државна управа.

Каква је позиција Србије у светлу ових претпоставки? По нашем уверењу, што нам, нажалост, свакодневица све више учвршћује, за Србију ситуација је прилично неузорна. Пођимо редом.

Државни оквир и државно уређење Републике Србије коначно су дефинисани новим Уставом<sup>1)</sup> донетим после вишегодишњих "порођајних мука" и буквално "на мишиће". Ипак, формалноправна државна целовитост и интегритет фактички је нарушена неостваривањем власти и суверености на територији Косова и Метохије, у складу с Резолуцијом 1244 УН, уз очекивање решења коначног статуса у одговарајућој међународној процедури, која за сада не мари много за принципе међународног права и покушава да голу логику силе заодене у правну одору (промоција новог "права" - право силе и давање истом примата у односу на силу права). Устав је, с друге стране, пресекао полемике око државног уређења опредељујући се за републику, али "кокетирања" с монархијом, делом и институционална, још увек не престају, што све одаје утисак о неорганизованости државе, утисак о држави која се и даље забавља сама са собом, уместо са окружењем, државном конкуренцијом и развојем.

Србија не стоји много боље ни са стабилном и одговорном владом као претпоставком политичке стабилности. Већ дуже време владе једва да издрже пола мандатног периода, изузетно дуже, а по правилу и краће. Већ дуже време и не постоји Влада са пуним капацитетом, већ постоји тзв. техничка влада, са ограниченим капацитетом и практичним дисањем "на шкрге". Преговори око нове владе трају пред очима целе јавности изузетно дуго, што сведочи о непостојању минимума толерантности и усаглашености око степена утицаја таквих "политичких трговања" на нестабилност инвестиционог интереса за "економска трговања" у Србији, који је у то нема сумње погубан и немерљив. Нестабилност влада има за логичну последицу и неодговорност влада. Инсистирање влада на владавини права и независном правосуђу у условима евидентног сопственог непотчињавања праву и сопственог утицаја на независност правосуђа (кроз институционалне канале или неинституционалне) је својеврсна морална хипокризија, која сама по себи потхра-

1. Службени гласник РС, 98/06.

њује аспирације и других друштвених чинилаца за контролу и кочење владавине права и степена независности правосуђа.

Нема политичке стабилности ни без стабилних и одговорних парламената. Србија, и након близу две деценије новије праксе парламентаризма нема ни стабилне, ни одговорне, ни професионалне (у смислу струковности) парламенте. Народна скупштина (парламент) Србије, како пракса показује, функционише као добро организовано акционарско друштво (чији су акционари унутрашњи власници - инсајдери), које ради у интересу својих акционара (посланика), запостављајући углавном при том интерес државе-друштва, који се испољава кроз концепт друштвене одговорности компаније. У таквим околностима појављује се нормалним утврђивање "цене посланика", који има свој акционарски капитал у таквом акционарском друштву. У таквим околностима логично је питање степена вере инвеститора у искреност прописа које такви парламенти доносе, посебно са становишта равноправног третмана, с обзиром на то да финансијери имају посебан интерес чију реализацију настоје обезбедити одговарајућим законским решењима, која тако каналишу и контролишу?!

После скоро две деценије новијег парламентаризма Србија има релативно регуларне изборе, али Србија и даље има релативно честе (ванредне) изборе, што инвеститоре уверава у политичку нестабилност и слаби њихов инвестициони интерес.

Бројност политичких странака у Србији, те неопходност прављења влада и парламентарних већина са више странака, по правилу различитих политичких и свих других уверења, није добра легитимација за заштиту инвеститора и јачање њиховог инвестиционог интереса у Србији. Није могуће говорити о одговорним и држави и народу оданим политичким странкама ако и даље нема финансијске транспарентности њиховог пословања и посебно такве транспарентности изборних кампања. Одређивање нижих државних чиновника за државне ревизоре финансијских извештаја политичких странака и очекивање да ће њихови извештаји бити непристрасни и уверљиви је поигравање са иначе ниским степеном грађанског поверења у институције система, што са своје стране делује одбијајуће за озбиљне (о шпекулативним озбиљна држава не би требала ни да размишља) инвеститоре. Држава на овај начин јавно признаје своју немоћ у односу на свемоћ политичких странака, које су и саме организоване као својеврсна "тајна друштва", која имају своје "јавне ортаке" за легитимацију пред јавношћу, а иза сцене имају својеврсне "тајне ортаке" (жаргонски речено "тајкуни"), који их финансирају и за узврат ако успеју да их инсталирају у Парламент или и Владу и удео у наплати дивиденде произведене одговарајућим законским решењима или одлукама Владе или одговарајућег министарства. Реакција озбиљних инвеститора на такву неравноправност у условима такве нетранспарентности законске процедуре или процедуре извршних власти је позната: одлазак у земље са препознатљивим транспарентним обележјима довољно гаранцијским за равноправност инвеститора и за подједнаку заштиту на праву засновану.

Нема заштите инвеститора на праву засноване без професионалне и одговорне државне управе. Ако је држава направила, а јесте, доношењем низа нових закона, практично паралелан државни механизам постојећим државним министарствима, законским оснивањем низа парадржавних агенција, не смањујући при том надлежности и људске ресурсе и ако то није повећало ефикасност њених јавних овлашћења и професионалнију заштиту грађанина као корисника услуга тих овлашћења, за шта има довољно доказа, онда тај пут тражења професионалне и одговорне државне управе мора да претрпи озбиљне промене (да не употребим реч "реформе", која је превише излизана од употребе а без видљивих резултата).

## 2. Претпоставке правне стабилности и заштита инвеститора

Поред претпоставки заштите инвеститора које се налазе у политичкој равни важне претпоставке за ову заштиту су свакако и оне које се налазе у правној равни и које чине некакав корпус правне стабилности. У ове претпоставке свакако спадају пре свега:

- 1) квалитет, квантитет права и његова објективна примена, и
- 2) независно и праву одговорно правосуђе.

Заштита инвеститора није сама себи циљ, већ је њен циљ у остварењу сврхе циља права уопште. Она претпоставља постојање одређеног квалитета права, као и његовог квантитета и објективне примене. Нема заштите инвеститора без одређеног - *довољног квантитетног права*, који уређују друштвене односе, као и без одређених општих правних начела, која су релативно стабилна и трајнија, али која ипак нису "окамењена у вечности". Правни прописи и општа правна начела могу вршити своју мисију ако се мењају у складу са научно верификованим објективним друштвеним потребама. Такође, нема заштите инвеститора ако не постоји одговарајући квалитет права (*објективни квалитет права*). На квалитет права значајно утиче и сам поступак стварања права (доношење прописа), који се у нас не може оценити сасвим узорним. Интелектуална тежина радних група није сама по себи довољна за квалитетне привредне законе ако се не обезбеде остале неопходне претпоставке. Овакву претпоставку свакако чини време (озбиљни закони који имају посебну важност морају се радити знатно дуже него што је то случај са нашом праксом налога извршне или неке друге неформалне власти да се такви закони припреме у задатом времену), али овакву претпоставку чини и поступак доношења важних закона, који би морао укључити и добро организовану (не симулирану) јавну расправу (која претпоставља укључивање и релевантних институција и појединаца), квалитетну скупштинску расправу неоптерећену временском димензијом. Институт независне стручне експертизе експерата који нису чланови радних група за припрему закона морао би бити више заступљен у поступку доношења закона. Наглашена политичка вокација парламента, без довољно квалификоване специјализоване стручне компоненте, повољан је терен само за "амандманско кварење" законских предлога, тако да на крају испловљавају закони који не-

мају епитет квалитетних или потпуно узорних, а који се у доброј мери разликују од нацрта експертских радних група. Кад се, уз то, зна да се до нацрта у експертским радним групама такође долази кроз туробан процес компромиса и усаглашавања, посебно у групама сачињеним од стручњака дивергентних ставова о кључним предметним питањима, онда је јасно зашто су закони такви какви заиста јесу (мање или више некавалитетни), а не онакви какви би требало да буду (у сваком погледу квалитетни и узорни).

На незадовољавајући квалитет права у нас утиче посебно и чињеница да у поступку израде прописа учествују и страни експерти, представници одређених страних институција са финансијским легитимитетом или легитимитетом моћи државе из које долазе, који по правилу немају довољно правно утемељење и легитимитет (част изузецима) и не познају локалне прилике и специфичности правног система, а имају лични финансијски интерес да "наметну" одређена решења. Уз то, ту је традиционални сукоб континенталне (у озбиљној дефанзиви) и англосаксонске правне школе (у некритичкој офанзиви). Тако се Србија и њен правни систем претвара у својеврсни терен свакојаких правних експеримената (својеврсни "правни протекторат"), чиме се озбиљно урушава њена правна култура и традиција. У таквим околностима законодавним тереном Србије доминирају закони са ограниченим роком трајања ("инстант прописи"), који не остављају трага у српској правој мисли, али зато продукују својеврсни правни хаос и осећај немоћи права и институција које га примењују.

Најзад, нема заштите инвеститора без одговарајуће *објективне примене права*, јер ако се исто право једном примењује на један начин, а други пут на други начин, онда је право час право а час антиправо, чиме губи своју вокацију. Објективна примена права претпоставља са своје стране постојање горњих двеју претпоставки: довољан квантитет релативно трајног права и објективан квалитет права, чиме се изгледа ствара својеврсни "зачарани круг". За правну сигурност и заштиту инвеститора у једној земљи нису, позната је истина, довољни само добри прописи, већ је потребна и њихова добра примена у судској (арбитражној) и пословној пракси. *Закон је пре свега добар онолико колико се добро примењује.*

Објективну примену права и тиме узорну заштиту инвеститора може да обезбеди само независно и праву одговорно правосуђе. Добра примена закона може у доброј мери и да отклони његове мањкавости, недоследности или противречности, које су за младе изворе права и нове правне институције делом и разумљиве, а делом је то узроковано и апстрактношћу природе прописа, док је свака пракса по својој вокацији конкретизација таквог прописа и тиме је у прилици да га прилагоди конкретной потреби сваког привредног субјекта. За овакву примену закона потребне су не само високостручне, ефикасне и независне (како од извршне тако и од економске власти) судије, већ и судије који осећају потребе привреде и привредног живота и који и у том смислу имају одговарајуће искуство. Недозвољиво је да се овим позивом са благословом изборног механизма, који је високо политизован и без довољних гаранција, сам по себи и за себе, за промоцију судског професиона-

лизма, и даље баве својеврсне бирократе који немају ни дана радног искуства у привреди, а суде јој спорове изузетне вредности, са задивљујућом индолентношћу и без осећаја значаја професионалног става и временске димензије. Разлози за ово јесу вишеструки и треба их сагледати у својој целовитости, како би се успоставило трајно инвестиционо поверење.

*За судску независност, како од извршне власти иако и од економске власти, нису довољне само уставне гаранције, које данас нигде нису спорне. За ову независност потребно је одговарајуће понашање свих институција и њихових органа, које је најбољи доказ неговања културе судске независности и својеврсне правне културе уопште. Нажалост, наша животна пракса пуна је примера практичног игнорисања судске независности, посебно челника извршне власти, чиме се у пракси показује неспремност прихватања принципа поделе власти и узајамне равнотеже власти кроз фини механизам узајамне контроле и одговорности (игнорисање одлука Врховног суда Србије од стране Народне банке Србије и гувернера у поводу судске контроле законитости донетих управних аката у управним споровима,<sup>2)</sup> јавно извргавање руглу појединих судских одлука у кривичним стварима од високих државних функционера, јавно "прозивање" судова од стране челника извршне или управне власти или стављање те власти изван права које креира парламент а чију законитост примене контролише суд и слично).<sup>3)</sup>*

Посебно, у области пословног права судска (и арбитражна) пракса у земљама у транзицији није развијена, с обзиром на то да су одговарајући правни извори у овој области новијег датума, те да је судској пракси потребно време да по њима поступа и да ствара устаљену праксу. Судска пракса игра изузетно важну улогу у уклањању противречности које постоје у младој регулативи и регулативи нових правних установа, као и испуњавању правних празнина које у таквим околностима наглашено постоје, чиме на свој начин креира и право. При постојању младе судске праксе у овој области може као користан, али не и некритички путоказ, да послужи и судска (и арбитражна) пракса западних земаља, која је у уобличавању бројних института компанијског права имала доста прилика да се изјасни (али која

2. Устав Србије (члан 198.): "Појединачни акти и радње државних органа, организација којима су поверена јавна овлашћења, органа аутономних покрајина и јединица локалне самоуправе, морају бити засновани на закону.  
Законитост коначних појединачних аката којима се одлучује о праву, обавези или на закону заснованом интересу подлеже преиспитивању пред судом у управном спору, ако у одређеном случају законом није предвиђена другачија судска заштита."
3. "Пресуда Врховног суда Србије којом се укида решење Републичке радиодифузне агенције о привременом одузимању привремене дозволе телевизији... због формалног недостатка регистарског броја дозволе, нелогична је и бесмислена. Лично сматрам да је пресуда скандалозна, јер мислим да су логика и здрав разум основни и неодвојиви део права", те је "логика судије... и Врховног суда, према којој уколико нема регистарског броја дозволе, нема ни могућности да се нека телевизија казни, нелогична и опасна", и, најзад "Врховни суд не сме супстанцијално да се меша у рад Републичке радиодифузне агенције, јер је РРА према Закону о радиодифузији независна колико и Врховни суд" - изјава председника Савета РРА, Политика, 5. април 2007, стр. 8.

је код појединих питања и сама колебљива тако да треба бити опрезан шта је доминантан став).

### 3. Квалитет правне регулативе са становишта инвеститора

Са становишта инвеститора и његове инвестиционе одлуке где, када и колико инвестирати, за квалитет правне регулативе посебно је значајна:

- 1) компанијска регулатива која се тиче уласка у посао (избор организационе форме),
- 2) регулатива система дозвола и сагласности,
- 3) регулатива запошљавања радника,
- 4) регулатива регистрације својине,
- 5) регулатива добијања кредита,
- 6) регулатива заштите инвеститора,
- 7) регулатива плаћања пореза,
- 8) спољнотрговинска регулатива,
- 9) регулатива принудног извршења уговора, и
- 10) регулатива која се тиче окончања посла (престанак организационе форме за обављање посла).<sup>4)</sup>

Полазећи од ових критеријума за оцену квалитета права Међународна банка за обнову и развој и Светска банка извршиле су међу 175 земаља укупно рангирање. Према овом рангирању Србија је на 68 месту по укупном квалитету регулативе за инвестиције (Македонија на 92, Црна Гора на 70, Словенија на 61, Хрватска на 124, Босна и Херцеговина на 95, Бугарска на 54, Канада на 4, Кина на 93, Чиле на 28, Чешка на 52, Данска на 7, Естонија на 17, Финска на 14, Француска на 35, Немачка на 21, Грчка на 109, Хонг Конг на 5, Мађарска на 66, Исланд на 12, Италија на 82, Јапан на 11, Литванија на 16, Нови Зеланд на 2, Холандија на 22, Норвешка на 9, Пољска на 75, Румунија на 49, Русија на 96, Сингапур на 1, Словачка на 61, Шпанија на 39, Швајцарска на 15, Шведска на 13, Тајван на 47, Турска на 91, Украјина на 128, Велика Британија на 6, САД на 3).

Кад се посматрају појединачни критеријуми квалитета регулативе, онда позиција Србије изгледа овако: регулатива за отпочињање посла на 60 месту (Канада на првом месту), регулатива система дозвола и сагласности на 157 (St. Vincent and the Grenadines на првом месту и Јапан на другом), регулатива запошљавања радника на 73 (Маршалска острва на првом месту и САД на другом), регулатива регистрације својине на 110 (Нови Зеланд на првом месту), регулатива добијања кредита на 33 (Велика Британија на првом месту), регулатива заштите инвеститора на 60 (Нови Зеланд на првом месту), регулатива плаћања пореза на 64 (Малдиви на првом месту), спољнотрговинска регулатива на 51 (Хонг Конг на првом месту),

4. Управо су ово критеријуми за оцену квалитета регулативе који прати у свим земљама Међународна банка за обнову и развој и Светска банка. Види: *Doing Business 2007, How to reform, Comparing Regulation in 175 Economies*, World Bank and the International Finance Corporation, 2006.

регулатива принудног извршења уговора на 76 (време извршења 635 дана, а на првом месту је Данска, па Шведска и Норвешка) и регулатива затварања бизниса на 103 месту (потребно време за стечајну процедуру око 2,7 година, а пре доношења новог Закона о стечајном поступку је било око 7 година, док је степен наплате потраживања поверилаца подигнут на 45% - на првом месту по овом критеријуму је Јапан, па Сингапур и Норвешка).

Појединачно посматрано, дакле, далеко испод свог укупног ранга квалитета регулативе за инвестиције (68 место) Србија има регулативу која се тиче дозвола и сагласности, регистрације својине и стварних права, као и регулативу окончања бизниса (стечај) и, делимично принудног извршења уговора. Србија свакако мора да учини још много на општем плану унапређења квалитета своје регулативе за инвеститоре, како би подигла свој ранг, који се не може укупно гледано оценити тако лошим, посебно у поређењу с другим земљама у окружењу. Србија, међутим, посебно мора да унапреди своју регулативу која се тиче ових четири области, где значајно заостаје за општим просеком своје инвестиционе регулативе. Најлошије место код критеријума дозвола и сагласности (157 од 175) сведочи о високом степену бирократизације државне и локалне управе, као и високом степену њене регулативе, што повлачи и висок ниво корупције и нетранспарентности. Дебирократизација и дерегулација државне и локалне управе, као и мере транспарентности, неодложни су императив њеног реформисања. Исто важи и за систем регистрације својине (110 место од 175), где осим *исхићреног најушићања земљишно-њижног сисџема*, што свакако није допринос правној сигурности, стоје и озбиљни проблеми денационализације/реприватизације и нерешеног статуса градског грађевинског земљишта. Дуга процедура стечаја и високи трошкови, и поред похвала на том плану ефеката новог Закона о стечајном поступку,<sup>5)</sup> нису препорука за инвеститоре, те је такође потребно на том плану учинити у реформи закона и праксе знатно више, како би се положај поверилаца у овом поступку учинио извеснијим, што не би унапред одвраћало инвеститоре од улагања. Најзад, и процедура принудног извршења уговора, и поред значајног временског унапређења, мора бити и убрзана и више предвидива (да њом влада само право, а не зависност од извршне власти или изазови корупције<sup>6)</sup>) и са мање трошкова. Ово наравно важи и за судско<sup>7)</sup> и арбитражно и медијацијско решавање привредних спорова.

5. Види: Doing Business 2007. . . , стр. 53-57.

6. Светска банка и Међународна банка за обнову и развој констатују да за сузбијање ове појаве није довољно само повећање плата судија, већ предлажу и додатне мере: прво, коришћење компјутерских софтвера у распореду предмета судијама; друго, увођење обавезе годишње пријаве имовине судија; треће, увођење транспарентног и објективног система селекције судија, и, четврто, публикавање случајева корупције судија, што би уверавало у озбиљност државе у вези с искорењивањем корупције. Види: Doing Business 2007. . . , стр. 51-52.

7. Интересантно је да Светска банка и Међународна банка за обнову и развој констатују да у земљама у којима постоји специјализовано привредно судство или специјализована привредна одељења у редовним судовима решавање привредних спорова је 40% брже него у земљама у којима ово не постоји. Види: Doing Business 2007. . . , стр. 52.

#### 4. Кодификације и заштита инвеститора

Чини се да унапређењу заштите инвеститора може да допринесе и покретање поступака израде законика (кодификације), у околностима и окружењу које се може окарактерисати зрелим за то. Данас, као и почетком деветнаестог века, у струковној правничкој јавности постоји велика подељеност између присталица "покрета кодификације", који изнедрју акте кодификације – законике, и противника овог покрета – антикодификатора. Оставимо ли по страни аргументе који су у некој секундарној равни и задржимо ли се, за потребе ове расправе, само на "носећим" аргументима, онда се свакако може рећи у прилог кодификације прављење правних споменика трајније вредности, који обележавају једно дуже време, дижући ниво правне свести и културе, а тиме и ниво правне сигурности и заштите инвеститора, и вршећи снажан утицај на правне културе ближег или даљег окружења, док би се против кодификације, посебно у трговачкоправној материји, могла истаћи динамика пословног живота, која не трпи законске фиксације чвршћих законских правила, која се као таква теже мењају и тиме могу да буду кочница пословних потреба и уместо да служе логици развоја управо су супротна логици живота и његова кочница.

На овом размеђу свакако се нашао и француски законодавац почетком деветнаестог века. Имајући у виду друштвене околности које су тада владале у револуционарној Француској и ниво друштвеног развоја (почеци: озбиљнијег развоја капитализма, приватне иницијативе, слободе уговарања и слободе предузетништва, утемељења светости приватне својине, трговине као универзалног а не сталешког права), ово размеђе је било још израженије и изоштреније. Са ове дистанце посматрано видљиво је колика је била мудрост француског законодавца, потпомогнуто одлучном политичком вољом самог Наполеона, да се у условима таквог размеђа ипак одлучи за покрет кодификације и да већ на самим почецима деветнаестог века трајно утемељи *пeтi великих "Наполеонових законика"*: Le Code civil (1804),<sup>8)</sup> Le Code de procédure civile (1806), Le Code de commerce (1807), Le Code pénal (1810) et Le Code d' instruction criminelle (1811). Колико би само правна култура на светским просторима, као универзална вредност, била осиромашена да мудрост ове природе није однела превагу?!

На сличним размеђима, као и Француска, наша се, истина нешто касније у истом веку, и једна мала земља на "брдовитом Балкану" - Србија, која тек што је са два народна устанка (1804 и 1815) против скоро петовековне владавине отоманске империје отпочела борбу за ослобођење, у условима још владајућег феудалног уређења,<sup>9)</sup> са неписменим владаром (Милош Обреновић), креће истим путем. Тако је Србија, иако још увек потпуно неослобођена, била четврта земља у Европи (после Француске, Аустрије и Холандије) која је донела свој Грађански законик

8. Види: J. Bouineau – J. Roux, 200 ans de Code civil, Paris, 2004; Правни факултет у Нишу: *Зборник радова Двeстoйoишнe гoдинa oд дoнoшeњa Фрaнцyскoг грaђaнскoг зaкoникa – Утицaј Фрaнцyскoг грaђaнскoг зaкoникa нa српскo прaвo*, Ниш, 2006.

(1844), под великим утицајем аустријског Грађанског законика (1811) и у одређеној мери и Code civil-а (1804),<sup>10)</sup> а такође и међу првим земљама у Европи (годину пре доношења немачког Трговачког законика – 1861, који је замењен Законом из 1897 и који је ступио на снагу 1900) донела је и Трговачки законик (1860), под директним утицајем француског Code de commerc-a (1807). Ни искушења данашње Србије нису ништа мања: у сфери политике нестабилност, у сфери економије промена привредног система још траје кроз процес приватизације. Ипак, из изнетих разлога ценимо мудрим доношење Одлуке Владе Републике Србије о образовању Комисије за израду Грађанског законика,<sup>11)</sup> на челу са оснивачем Копаоничке школе природног права академиком професором Слободаном Перовићем, а која већ увелико ради на овом свакако водећем правном пројекту земље.

## 5. Заштита инвеститора и промена карактера правне регулативе

Основна одлика закона који чине надградњу посебно пословног права је да су они тзв. "меко право", како по својој вокацији, тако и по карактеру регулативе и регулатора. Наиме, и кад се ради о регулативи законског нивоа њена одлика није у свом доминантном одређењу императивност (било апсолутна за све субјекте правних односа, било релативна за неке субјекте правних односа). Ово је резултат оправдане константне критике наше пословне јавности да су привредни закони превише апстрактни и неприменљиви за конкретност привредног живота, што је резултирало све снажнијом променом ове регулативе у диспозитивну (овлашћујућу).

Принцип *слободе уговарања* постаје штавише и врховни принцип не само у уговорној сфери, већ све више и у статусној сфери (све форме затворених привредних друштава - ортакчко друштво, командитно друштво, друштво с ограниченом одговорношћу и затворено акционарско друштво и предузетник доминантно су уређене управо нормама које омогућују друкчији избор), осим кад се ради о потреби заштите трећих лица (одговорност за обавезе, минимални основни капитал, заступање и заступници, дејство објављених података на интернет страници агенција за привредне регистре према трећим лицима, стицање правног субјективности и слично). С друге стране, законска регулатива у овој сфери све више уступа место аутономној регулативи саморегулаторних организација или регулативи која настаје из саме пословне праксе (*lex mercatoria*: обичаји, узансе, пословни обичаји, пословни морал, општи услови пословања), као и регулативи која уместо да униформише настоји да пружи оквире, упуте, инструкције (модел закони, кодекси, во-

9. Види: С. Стојичић – Н. Рањеловић, "Code civil у Србији после четрдесет година – Француски и Српски Грађански законик, друштвене прилике у време доношења", нав. *Зборник радова* *йод* 8, стр. 141-153.

10. Б. Благојевић, "L'influence du Code civil sur l'élaboration du Code civil serbe", *Revue internationale de droit comparé*, 1954, р. 733-743.

11. Службени гласник РС, 104/06.

дичи). Овим законска и аутономна регулатива у сфери пословног живота замењују своја места, чиме се подстиче иницијативност, иновативност, посебност, конкретност – речју, овим се право ставља у службу логике привредног живота, уместо да га креира и подвргава својој од живота често отуђеној вокацији. Цело пословно право овим је у контексту идеје афирмације пословног интереса сваког привредног субјекта да може неки однос друкчије уредити од закона, када овај не штити општи интерес.

На први поглед евидентна промена карактера законске регулативе, бар у домену пословног права, треба да буде охрабрујућа за пословне субјекте јер афирмише идеје предузетништва, привредних слобода и индивидуалности. Ипак, са становишта потребе унапређења заштите инвеститора, у *условима недовољне заштите уговора* (код којих и иначе по себи влада прави уговорни неред, који као такав не може бити прилог каквом таквом судском реду), као основног правног инструмента промета права, као и у условима недовољне заштите и сигурности општих аката привредних субјеката, ова промена је корак назад. Ово, наравно, не значи да треба одустати од јачања "меког права", већ напротив значи да треба унапређивати систем заштите уговора,<sup>12)</sup> као и систем заштите општих аката привредних субјеката.

## 6. Специфичности заштите инвеститора на тржишту капитала

Колики значај финансијско тржиште придаје принципу заштите инвеститора видљиво је најбоље кроз чињеницу да документ Циљеви и принципи регулативе тржишта хартија од вредности (1998 и 2002) IOSCO (Међународна организација комисија за хартије од вредности) садржи уређење 30 (тридесет) принципа регулативе хартија од вредности, а њихову основу чине три циља ове регулативе:

- *заштита инвеститора* (овај појам користи се за корисника услуга на финансијском тржишту),
- обезбеђење поштеног, ефикасног и транспарентног тржишта, и
- смањивање системског ризика.

12. Управо закључени уговор о концесији аутопута Хоргош-Пожега од актуелне Владе, предмет је већ снажних политичких оспоравања, са јавним залагањем одређених политичара високо ранжираних и политичких структура да се овај уговор раскине од стране нове Владе, најбољи је пример степена (не)сигурности уговора у нас. Исто се дешава и са оспоравањем уговора о приватизацији РТБ-а (Бор) од стране синдиката и неких политичких структура. У оба случаја једна уговорна страна је наша држава, а друга страни приватни инвеститори. Независно од тога ко је на власти и ко твори владе, правно је незамисливо и недозвољиво да се уговори које закључи једна влада, под претпоставком наравно њихове легалности (за државу је већ погубна и сама чињеница да се оспори легалност уговора које она закључи), могу раскидати само зато што нису по вољи (политичкој) нове владе и нових политичких структура. Шта оста онда од столетне правне максиме да је "уговор странкама закон" и како да приватноправни субјекти верују у сигурност својих уговора у земљи у којој држава као јавноправни субјект не поштује такву сигурност, с позивом на "промењену околност" - ступање нове владе на власт?!

Инвеститори на тржишту хартија од вредности треба да буду заштићени пре свега од конфузних, манипулацијских или лажних пракси, укључујући и инсајдер трговину (уз помоћ које моћне интересне групе своје пословне одлуке доносе на основу добро плаћених тајних информација реметећи тиме равноправност инвеститора) и неправилно коришћење клијентових средстава. Најважније средство које обезбеђује заштиту инвеститора на овом тржишту је потпуно обелодањивање информација (пардоксално звучи чињеница да тржишне инспекције кажњавају трговце ципелама који продају робу без декларације, а берзе земаља у транзицији свесно без одговорности крше основне принципе тржишне транспарентности продајући на слободним берзанским тржиштима акције без јавног проспекта) и података који су од суштинског значаја за њихове одлуке. На овај начин су инвеститори у стању да правилно процене потенцијалне ризике и користи од својих улагања и да тиме заштите своје оправдане интересе. Ради се пре свега о рачуноводственим стандардима и стандардима ревизије, који морају бити високог и међународно прихватљивог квалитета. Прописи и институције на финансијском тржишту који се баве хартијама од вредности треба да третирају инвеститоре на адекватан и праведан начин, у складу с одговарајућим стандардима и прихваћеном праксом. Надзор над овим институцијама, са строгошћу и прецизношћу примене прописа, треба да омогући заштиту инвеститора успостављањем минималних стандарда за учеснике на тржишту. Инвеститори на тржишту хартија од вредности посебно су осетљиви на непрописно понашање институција на овом тржишту, али њихова појединачна способност за реакције је крајње лимитирана. Отуда, институције надзора на финансијском тржишту морају бити строге и ефикасне у примени прописа. Инвеститори морају имати заштиту и кроз неутралну позицију судова или других механизма за решавање спорова, који им између осталог морају обезбедити ефикасан механизам обештећења у свим случајевима неадекватне примене прописа. И ефективни надзор и спровођење прописа у доброј мери зависе и од тесне сарадње између регулаторних органа на домаћем и међународном плану.

У нашим условима често смо у прилици, међутим, да имамо и недовољно праведне прописе, каткад и са великом дозом неуставности, и неодговарајућу праксу институција на финансијском тржишту (пример слободног берзанског тржишта, које у основи представља евиденцију билатералне трговине између брокера, са дозвољеним флукуацијама цене плус-минус 20%, дакле са дозвољеним легалним подизањем или спуштањем цене од 40% и, чак, на првом трговању са дозвољеним подизањем до 300%, што отвара простор за огромне манипулације, не може ни у ком случају бити тржиште које формира објективну цену серијских хартија од вредности и које врши оптималну алокацију капитала на нивоу националне привреде, адекватну заштиту свих учесника у трговању и транспарентност рада). За ову прилику узећемо само два еклатантна примера таквих прописа и један еклатантан пример такве праксе институција на финансијском тржишту.

Први пример тиче се ретроактивног (уставно неутемељеног) законског проглашења свих емитованих акција (па и у поводу приватизације) пре ступања на снагу закона јавном емисијом и на тој основи законског обвезивања њиховог уврштења на организовано тржиште у прописаном року.<sup>13)</sup> На овај начин се практично сва акционарска друштва и мимо воље својих скупштина акционара проглашавају отвореним (јавним), чиме без свог реалног интереса и интереса својих акционара постају предмет потенцијалног преузимања (непријатељског или пријатељског), уз увећање трошкова свог пословања (јавне емисије акција, брокери, Комисија за хартије од вредности, берза или организовано ванберзанско тржиште, Централни регистар хартија од вредности и слично).

Други пример тиче се законског установљења повлашћеног статуса државе (Акцијски фонд) као акционара у односу на друге акционаре (незаконитост овог решења произлази из законског принципа равноправности акционара и принципа одлучивања сразмерно капитал учешћу – једна акција један глас), при одлучивању о питањима законом одређеним. Уз то, истим законским решењем се установљава правило које негира законски институт тзв. ћутања администрације (законска претпоставка позитивне одлуке у случају неизјашњења овлашћеног државног органа у законом прописаном року), те се неизјашњење сматра гласањем против предлога предметне одлуке, а само непоштовање законске процедуре за изјашњење државе чини предметну одлуку ништавом.<sup>14)</sup>

Кад је о институцијама пак реч, еклатантан је пример "силовања" закона условљавањем (од стране Агенције за регистрацију привредних субјеката) затварања отворених акционарских друштава (силом закона таквим проглашених) сагласношћу Акцијског фонда (код друштава која поседују акције Акцијског фонда). Овакав став настоји се извући из законског овлашћења Акцијског фонда да даје сагласност на "реорганизацију акционарског друштва", што је противправно, јер према Закону о привредним друштвима "реорганизација солвентног друштва" обухвата законске институте статусних промена (спајање, припајање и подела) и институт промене правне форме једног привредног друштва у друго друштво, уз изричито законско одређење да "претварање затвореног акционарског друштва у отворено друштво, односно отвореног акционарског друштва у затворено акционарско друштво, врши се изменом оснивачког акта и не сматра се променом правне форме привредног друштва, у смислу овог закона".<sup>15)</sup>

## 7. Правно основана или неоснована заштита бесправних инвеститора

Да ли је на праву заснована заштита инвеститора који чине неку радњу или акт без правног основа? Рекло би се да овакво питање могу поставити само не-

13. Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената (Службени гласник РС, 47/06), члан 262. став 2.

14. Закон о изменама и допунама Закона о Акцијском фонду (Службени гласник РС, 45/05), члан 8а.

15. Закон о привредним друштвима (Службени гласник РС, 125/04), члан 194. став 6.

правници или правни лаици. Правник класичар или правник компаративиста у оваквој ствари позвао би се одмах на правну максиму према којој се "никакво право не може заснивати на сопственом неправу", јер ако је и право дато, кад је дато, с циљем да се не злоупотребљава (забрана злоупотребе права), онда би и заснивање права на неправу у основи била својеврсна *злоупотреба неправа* ради његове конверзије у право. Ипак, "модерни правник", довољно социологизиран, не само да би одбио, овде с правом, примену "неподношљиво неправедног права", већ би (овде је већ питање да ли с правом?) трагао и за правом у неправу.

Управо овакав правни патент заштићен је у Србији, као својеврсна креација модерног и креативног правника, у покушају решења нагомиланог неправа. Ако је, наиме, неправу појединачно или спорадично онда оно нема правну моћ за конверзију у право, али ако је *неправо масовно и свакодневно*, па и ако је томе узрок неефикасно или неделотворно право (тражење узрока овог узрока већ би било правнофилозофско питање), онда оно *има довољну правну снагу да неправо преишори у право* и да му пружи правну легитимацију. Ради се овде, наиме, о стицању права грађанства у нашем правном систему прописа (закона) којим се легализује бесправна градња извршена до законом одређеног временског периода, уз плаћање одређене законске "откупнине за прелазак из света нелегалног у свет легалног" (која је иначе мања од законских дажбина за стицање статуса легалног од настанка – ваљда ради "стимулације" нелегалног на рачун легалног). Једном опробан патент се снагом прецедента шири и употребљава и у другим приликама. Мноштво нелегално увезених аутомобила из сада независне државе Црне Горе, по истом правном рецепту, по свему судећи наћи ће истоветно решење у ослобађању (делимичном или потпуном) од плаћања царина и других дажбина, које иначе плаћају инвеститори који се понашају у складу са законом своје државе. Порески обвезници који не плаћају порез држави у законом прописаном износу, с времена на време, за непоштовање закона бивају такође "награђени" по истом сценарију: делимично или потпуно ослобођење (таксиста, установе, предузећа). И тако редом: *неправо са снажним фактицијом даје право са легијимитијом*.

Идеја права је у уређењу друштвених односа, који тиме постају правни односи, са правима и обавезама из тог односа. Идеја права је у његовој примени. Ако Председник Народне скупштине јавно хвали њену ефикасност доношењем преко двестотине закона за годину дана и истовремено додаје да је проблем што се они не примењују, или ако министар Владе јавно каже да "по закону ово не би могло, али, знате како је, у нас уз сваки закон увек може да се нешто дода, нека уредба или слично, па да све буде како треба", или ако председник Врховног суда јавно каже да "Врховни суд нема никаквих могућности да приволи општинске органе да поступе по његовој пресуди", онда шта остаје од вокације права?! Ко је истински губитник, а ко добитник овакве праксе? Истински губитник је само право, држава и савесни инвеститор, грађанин који се понаша по праву. Има ли добитника у оваквом процесу? На први поглед то је несавесни инвеститор, али само краткорочно. *Ако је изгубило право и његов кули, добитника не може бити*, јер је то

свет хаоса и безнађа. У трагању за изласком из тог света управо је и креирано право. Није ваљда да оваквим понашањем и патентима желимо повратак у тај свет?!

## 8. Уместо закључка

Пословноправна регулатива има за своју првенствену вокацију заштиту инвеститора обезбеђењем њихове правне сигурности. Као таква, она, с једне стране, постаје све универзалнија са снажним транснационалним обележјима, а, с друге стране, у мери у којој и остаје национална налази се у својеврсном свету конкурентности. *Конкурентнија националних регулатива* са своје стране доприноси, и без хармонизације која произлази из империјума регионалних или других организација, чији су чланови одређене државе, њиховом приближавању и брисању снажних разлика. То је случај управо са свих десет компоненти процене квалитета националних регулатива са становишта позиције инвеститора, по критеријумима Светске банке и Међународне банке за обнову и развој. На овај начин се креира *својеврсни дамџинг свих компоненти процене квалитета националних регулатива*, који ипак унапређује њихову конкурентност у очима инвеститора. Разуме се да поред тих компоненти снажан утицај на инвестиционе одлуке имају и неки други елементи: транспарентност правног и политичког система, величина националног тржишта, инфраструктура, квалификованост и продуктивност радне снаге и њена цена, гipкост законодавства, степен заштите банкарске тајне и друго.<sup>16)</sup>

*Куда иде право инвестиција и инвестиционог?* Песимисти би рекли да то нико не зна, оптимисти би рекли тамо где прати економски развој, а помирители оптимиста и песимиста би одговорили да постоји турбуленција: правац је фиксиран, али путеви до тог правца остају хаотични.<sup>17)</sup> У сваком случају, праву инвестиција и инвеститора недостаје транспарентност и кохерентност. Постајући све више уговорно, уз доминацију на међународном плану билатералних уговора о заштити инвестиција у циљу њиховог унапређења и ради побољшања положаја инвеститора, чини се да њим доминира све више својеврсни "уговорни неред", који тешко да може бити лимитиран "судским редом".

*Конкурентности националних регулатива*, ипак, треба да допринесе њиховом развоју и унапређењу, те тиме и елиминисању недостатака на плану недовољне транспарентности (отворености) и недовољне кохерентности (усклађености), што је и интерес инвестиција и инвеститора. Евидентан пример за то је развој компанијске регулативе. Својеврсни "берлински зид" класификације трговачких друштва на друштва лица (друштва са неограниченим ризиком и без капитала) и друштва капитала (друштва с ограниченим ризиком и друштва с минималним законом одређеним капиталом) управо на овој основи се већ руши. Идеја *ex ante* заштите инвеститора и путем минималног законског капитала и правила о одржа-

16. Види: *Où va le droit de l'investissement? Désordre normatif et recherche d'équilibre. Actes du colloque organisé à Tunis, 2006*, sous la direction de F. Horchani, Paris, 2006, p. 65.

17. P. Juillard, "Conclusions générales", Зборник: *Où va le droit...*, p. 315.

њу тог капитала током постојања трговачког друштва код друштава капитала, под утицајем англосаксонске праксе оснивања најраспрострањеније форме таквог друштва – друштва с ограниченом одговорношћу без минималног капитала, полако се прихвата и у континенталној пракси, пре свега афирмацијом института *ex post* заштите инвеститора кроз одговорност (неограничну или ограничену) директора и власника тог друштва у случају његове инсолвентности и недопуштених плаћања из имовине друштва власницима на штету поверилаца. Чини се да је ово пут и за развој наше компанијске регулативе, која у новом закону наговештава такав прилаз, али јој недостаје усклађеност са стечајном регулативом. Одговорност директора за недопуштена плаћања члановима друштва и одговорност чланова друштва (неограничена или ограничена) актуелна је у основи посебно код инсолвентности друштва капитала (посебно оног основаног без капитала). Институт компанијског права који се тиче "пробијања правне личности" у овом случају није сасвим ефикасан (тужба за утврђење злоупотребе правног лица и дужина тог поступка), те решење треба тражити у посебним правилима стечајног и извршног права (аутоматска одговорност). Евентуално обесмишљавање такве одговорности располагањем сопственом имовином (као основицом неограничене или ограничене одговорности) од стране директора или чланова друштва одређено време пре стечаја таквог трговачког друштва могло би бити предмет права пробијања, у смислу општих или посебних правила овог института. На овај начин "финансијском" саградњом компанијске регулативе и стечајне регулативе омогућује се и флексибилност прве и заштита инвеститора деловањем друге.

**Mirko Vasiljevic, PhD**  
**Professor at the Faculty of Law, University of Belgrade**

## THE LAW AND INVESTOR PROTECTION

*Omnia sunt incerta cum a iure  
disceseris – Ciceron*

### Summary

*In this paper the author analyzes the question of necessary political postulates for stability of investor protection, in addition to legal postulates that are imperative for this stability. The author asserts that for stability of investor protection, aside from the quantity of law also required is an appropriate quality of law and its objective application by an independent and legally accountable justice system. The author also ascertains that codification of the civil and commercial legislation would facilitate investor protection. Improvement of investor protection is particularly actualized in conditions where the character of the regulations in the field of business law is changing. This branch of law is increasingly dominated by so-called "soft law" which is in turn dynamising the business sector, but is on the other hand making it more sensitive in circumstances where the judi-*

---

*cial authorities are insufficiently transparent and insufficiently predictable. Investor protection has specific characteristics in the finance market that in conditions where there is a lack of transparency, efficiency and austerity of supervisory institutions can be a source of great manipulations. Finally, the author discusses the legal basis for the protection of unlawful investors, which is legally impossible to defend, but in certain factual circumstances has certain meta-legal verification. The author concludes that our legal system is characterized by inadequate transparency and insufficient coherency of investor protection.*

**Key words:** *business law, investor protection, quality of regulations, predictable judicial authorities, financial market, codification, soft law.*