

*Проф. др Бранко Ж. Љутић¹⁾
Пољопривредни факултет, Универзитет у Београду*

Ризик, заштита инвеститора и регулација у Србији

“Дајем краљевство за коња“
Драма Краљ Лир - Вилијам Шекспир

Резиме

Инвеститори су „репка и нежна“ биљка која захтева одговоран и посвећен однос емисионара и државе која треба да их штишти од себе и од других „настирљиваца“ на профитне. Услов је развој демократије, јавне институције, транспарентности, одговорно управљање, ефикасно регулисање и заштита инвеститора, декриминализација друштва и сузбијање криминала. Тиме се креирају могућности унапређења инвестиционе климе, сигурности и перспектива у Србији. Заштита инвеститора личи безбедности грађана и политичара, једне без друге нема, па нема ни сигурности за велике инвеститоре ако нису заштићени мали.

Кључне речи: *Ризик, заштита инвеститора, регулисање, Србија*

1. Др Бранко Ж. Љутић, овлашћени ревизор. Правни факултет. 11000 Београд, Булевар Краља Александра 67. Тел.: 011-30-27-632. Факс: 011-32-21-299. е-маил: ljusic@ius.bg.ac.rs URL: www.invest.co.yu/Ljusic Напомена: Ова научна истраживања су финансирана у оквиру научног пројекта “Максимизација инвестиција у пољопривреди Србије у функцији прикључења Европској унији”, 149022Д, који финансира Министарство науке Републике Србије.

Државе и фирме ће желети инвеститоре, али њих нигде бити неће Или – Да ли је могућ опстанак капитализма и демократских институције без инвеститора?

Говорити о берзи, инвестицијама и хартијама од вредности у земљама које пролазе кроз нејасно дефинисане процесе попут оних који се управо дешавају у Србији није претерано захвално, још мање научно, али свакако је могуће макар на нивоу новинског или медија коментатора. Крахови Енрона, Ворлдкома, Артура Андерсена и слични мегастечајеви у САД и потом широм главних стубова капитализма су указали на сву крхкост овог система. Главни проблем са којим се суочава америчка администрација председника Буша у већ скоро два мандата јесте губитак поверења великог броја малих и просечних инвеститора у берзе и у улагања. То је чињеница која доводи у питање опстанак капитализма и демократских институција не само на дуги већ и на кратак до средњи рок. Инвеститори улажу у *инвестициону имовину* са примарним циљем да стичу профит, при чему са правом очекују да буду заштићени од превеликих пореских обавеза, да користе различите шеме легалне пореске евазије кроз пореске одбитке. Основ за улагање у хартије од вредности или фирму која се купује јесте правни уговор, или нека од *инвестиционих шема* у оквиру које појединачни инвеститор односно особа инвестира свој новац у заједничко предузеће или пословни подухват. Инвеститор у наведеним околностима очекује да у том подухвати са циљем да он/она профитира напоре улаже промотер или нека трећа страна. Улаже се краткорочни новац или инвестициони капитал са циљем да се осигура притицање дохотка (из радног односа) или профита по основу власништва. Ова област је свуда у цивилизованом свету регулисана кроз национално законодавство хартија од вредности, берзи и регулаторних тела. Инвестициони уговор стога можемо дефинисати као дела која се састоје од три елемента:²⁾

1. инвестирање новца
2. заједнички пословни подухват, и
3. очекивање профита само на основу напора других.

Из претходне правне дефиниције инвестиционог уговора јасно се види да у овом послу нису „предвиђени“ односно нису укључени јавна администрација, правосудни систем, криминал и сви други који могу ометати остварење овог циља. Јасно је да криминал, без обзира на степен организованости омета инвеститоре. На супрот томе јавна администрација, судство и полиција као институције демократског друштва треба да су у функцији *“уса чувара“* ловишта профита у коме се крећу инвеститори. Стога би се заштита инвеститора једноставно могла одредити као елиминисање свих видљивих и невидљивих препрека и посредника које ометају процес либералног капитализма, слободно уговарање и пословање инвеститора

2. Black H. C., Nolan J. R., Connolly M. J. (1983) *Black's Law Dictionary, With Pronunciations. Abridged Fifth Edition.* St. Paul, Minn.: West Publishing Co., стрп. 425.

и емитената. Инвеститор улаже у хартије од вредности или у предузетништво са циљем да се дугорочно везује за интересе и перспективе профита.

Посматрано кроз призму трговачког права, законодавства и одвијања пословних трансакција заштита подразумева да најчешће инострани инвеститор (претежно из земаља групације ОЕСД) ужива посебна права заштите која су у пракси најчешће изнад нивоа заштите домаћих инвеститора. Реакција домаћих инвеститора у скоро свим сиромашним земљама је била доста једноставна. Кренули су у шеме прања новца и домаћи “прљави новац” се убрзо вратио, да га не редефинишемо да се “рециклирао” као офшор чист новац. Тиме даља дискусија о потреби различитих – диференцираних режима заштите домаћих и иностраних инвеститора постаје беспредметна. На пример анонимни инвестициони фондови могу улагати у Србију при чему регулаторна тела немају информације о власницима у офшор финансијским центрима, мада просечан грађанин на улици то и те како добро зна и препознаје. Уз то је присутан и апсурд да инострана регулаторна тела знају ко су власници тих фондова.³⁾

Ризик, регулација и заштита инвеститора

Ризик, принос, вредновање и заштита инвеститора су попут лица и наличја новчанице, али се ипак не може одредити шта је шта. Савремени научни приступ инвестиционог менаџмента разрађују амерички професори корпоративних финансија Френкс и Мајер.⁴⁾ Елаборира коришћење захтева којима се регулише улагање капитала и инвестициони менаџери као примарни облик заштите инвеститора. У Србији је велико питање да ли једна стварно “наглашено бенигна” регулаторна институције попут националне комисије за хартије од вредности и берзе служи нечем иоле значајнијем за националне интересе у економској и институционалној сфери? Свакако да је можда овако изречена тврдња на самој граници слободне оцене. Ипак остаје отворено питање када се последњи пут ако не и икада огласила комисија и као кредибилно регулаторно тело зауставила неке од бројних процеса приватизације у којима је Београдска берза и Комисија била само инструмент легализације релативно нетранспарентних трансакција. Има у научној јавности и таквих радикалних супротних мишљења да чак не треба ни имати берзу и комисију док се такозвани процес “приватизације” не доврши конзистентно до краја. Као аргумент се износи став да Америчка влада инсистира преко Светске банке и Међународног монетарног фонда да се приватизација оконча у 2007. години. Наша анализа докумената ових институције нигде нам није дала потврду да то треба урадити на нетранспарентан и неуверљив начин, са стварно малом или незнат-

3. Веома интересантна истраживања у Ђурђевић Д. Ж. (2007) *Сузбијање прања новца у функцији борбе против тероризма*. Докторска дисертација. Београд: Универзитет у Београду – Факултет безбедности.

4. Franks J., Mayer C. (1990) *Risk, Regulation and Investor Protection: The case of investment management*. Oxford: Clarendon Press.

ном друштвеном и корпоративном одговорношћу. Слома националне берзе није ни било, али је питање да ли је то права и стварна берза ако се на њој не котирају емисионе хартије од вредности. Сам процес приватизације по свему судећи пре личи на филм “*Загристи мейџак*” са тада прелепом глумицом Кендис Берген, глумцима Џемсом Каном и Џином Хекменом. По том сценарију америчка војска поставља затегнуто уже и топ. Када опали топ уже пада и досељеници јуре да приграбе што више слободне територије која није још држава него је под директном контролом америчког Конгреса. Можда је исту тактику требало применити и у приватизацији у Србији, мада у значајном мери има сличности. У таквом окружењу и реалности која је више него округла говорити и залагати се за заштиту инвеститора у ситуацији када “*двојке*” и “*тројке*” брокерских кућа посећују фабричке раднике на “*Иерену*” у Србији да их убеди да продају своје акције јер је то добро за њих, свакако да не доприноси заштити инвеститора. Крајем првог квартала 2007. године акције дневно скачу и по пар десетина процената а то нико не може да објасни зашто и шта ће на крају бити. Власници тих такозваних акција се плаше да им је то “*последњи воз за Каиџангу*” па у пет до дванаест продају своје акције да потом не би биле сведене на нули или их након тога приморају да продају преосталих пар процената. Да ли је национални интерес да се на “*силу*” откупљује остатак пакета акција? На супрот томе снажан сигнал владиних тела и институције и регулаторне заједнице уз снажну подршку полиције и судства био би права заштита интереса инвеститора. Уз то, могуће је и поставити питање чему ће служити национална берза када на њој неће бити националних инвеститора, јер се тајкунци не могу рачунати у елементе стабилности инвестирања и берзи, бар је тако према финансијској теорији и пракси у САД. Како је у Србији одговориће само време и исходи догађаја, све остало је пука спекулација. Могућ је и ракурс да ће нам највише помоћи пут ка Европској унији па ће нас њихова регулатива и институције уподобити и уљудити пошто сами нисмо у стању. Ако је могуће тврдити да је наше инвестиционо тржиште добро регулисано са правне и функционалне тачке гледишта једини прави доказ ће бити да ЕУ неће интервенисати у тој сфери у фази преговора о прикључењу. Стога би било добро бар у овом тренутку направити листу заговорника тезе да је наше финансијско тржиште ефикасно и добро регулисано, ако ни због чега другог оно да се кроз пар година подсетимо када будемо црвенели од незнања до неспособности пред експертима из ЕУ шта чинити даље. Тако Марушић (2005) између осталог у 2006. годину предвиђа унапређење лиценцног права, осавремењавање инфраструктуре трговине посебно у домену транспорта, царина и стандарда. Да би у неку земљу похрлили инострани инвеститори потребну је значајно поједностављење и подизање ефикасности регистрације фирми, прибављања лиценци, процедура запошљавања и отпуштања, прибављања кредита, заштите инвеститора, плаћања пореза, спољнотрговинских режима, извршења уговора и ко зна шта све још.

“Профити које су приграбили лојови и преваранти не могу се смањити јединим критеријем расуђивања о успеху бизниса. Успех либерализације захтева постојан развој нове корпоративне етике“

Индијски Премијер Ваџпаи

- Обраћање Конгресу 15. августа 2001.

Шта је желео да каже Ваџпаи рекао је, онај ко жели да чује чуо је, а ко то зна већ зна и за то није потребна превелика доза интелектуализма већ само одмерена одговорност интелектуалца у демократском слободном друштву, под условом да је то тип друштва коме тежимо. Инвестиције без обзира да ли су домаће или стране подразумевају да инвеститори купују одређена средства односно продуктивне облике активе. Иностране инвестиције могу узети облик директних иностраних инвестиција или портфолио улагања. Но истини за вољу, објективно посматрано сваки капитал, ако потиче из легалних извора и улаже се у легалне намене јесте добродошао и треба га штитити јер је редак ресурс. Убрзана глобализација коју прати либерализација тржишта капитала убрзава сама по себи процесе приватизације у земљама попут Србије. Велико је питање мере у којој изградња капитализма треба да води рачуна о социјалној правди и једнакости. Само пренаглашавање циљева окрутног капитализма води као јужно-америчком или јужно-афричком сценарију где фашизам и криминал потискују демократију и јавне институције.

Заштита инвеститора – Дугорочни поглед у будућност

Сам концепт заштите инвеститора и инвестиција подразумева дефинисање *“сипраиешког хоризонта“* што би чак и у најпесимистичкијем сценарију био период од дужи од деценије. У супротном инвеститори не могу применити у својим одлукама концепт *“унапред неодређеног рока“* пословања фирме и следствено неће моћи да одреде ни своје интересе. Један од могућих алтернативних сценарија би могао бити упоредна анализа промовисања иностраних директних инвестиција у Србију у односу на суседне земље.

Инвестициона клима у Србији

У Србији је тешко оценити инвестициону климу, осим да су претходне владе бар вербално имале за циљ програме реформи и привлачења страних директних инвестиција. Стратешки треба осавременити заосталу привреду, унети технолошке иновације, привући инвестиције, подизати конкурентност и убрзати раст. Ни рогобатније реченице ни тежих конфликтних и синергетских циљева. Србија је привреда у транзицији шта год то значило где су структурне, институционалне и ванинституционалне баријере још не само снажне него и видљиве на први поглед. Влада Србије је формално правно и суштински одговорна за спровођење економ-

ске политике и реформи, што треба да чини као и све будуће владе са циљем континуираног унапређења пословне и инвестиционе климе и сигурности. Када у анализи и у јавној дебати понестане солидних аргумената најбоље решење је креирати инвентарне листа шта би све требало и како урадити, јер на тај начин “засићене” другу страну салвама на које не може брзо и ефикасно да реагује и одговори. Ево на пример, шта би све требало узети у обзир: отвореност за инвестиције, механизме трансферних цена и експатријације профита, забрану експропријације, решавање спорова и арбитражу, правни систем, извршење судских пресуда, приватно власништво и иницијатива, подстицаји и пореска и друга ослобођења за инвеститоре, заштита имовинских права, хипотеке и обезбеђене трансакције, права интелектуалне својине, закон о ауторским и сродним правима, закон о патентима, закон о жигу, закон о географском пореклу, закон о моделима и дизајну. Ту су и транспарентност регулаторног система, трговачки законик и уговори, закон о стечају, закон о конкуренцији, опорезивање, ефикасна финансијска тржишта, борба против корупције, опорезивање екстра профита, пореска контрола, јавне набавке, прање новца, криминално гоњење корупције, финансијске контроле, царине, билатерални инвестициони споразуми, рад и радни односи, слободне зоне, осигурање извоза.

Добро корпоративно управљање унапређује етику, одговорност и транспарентност

Претпоставка је да менаџери делују у најбољем дугорочном интересу акционара а да јавне институције и окружење не ометају да се тај процес нормално и транспарентно одвија. Без одговорне владе, транспарентне и кредибилне, било каква приступ у области привлачења и заштите инвеститора нема сврхе. Проблеми велике фирме и владе у области управљања су слични са сличним последицама. Једно од могућих решења је да ревизори постану стварно независни и одговорни својим клијентима а не примарно ревизорским фирмама. Директори такође морају бити независни од власника, високо стручни и добро плаћени. Менаџери не би смели претерано да поткрадају власнике (већа контрола и чешћа ротација). Треба онемогућити трговину поверљивим информацијама као и крађе, проневере и злоупотребе. Елиминисати механизме преливања профита кроз трансферне цене унутар повезаних компанија, као и улажење у претерано ризичне послове, побољшати обуку и образовање запослених, не ангажовати превише запослених, развијати интерне контроле, побољшати механизме вредновања средстава и имовине уопште, уско се фокусирати на интересе инвеститора док друге заинтересоване (држава, запослени, партнери, јавност, и сл.) треба држати на оку али не бринути претерано за њих. Демократизација друштва, јачања јавних институција, владавина права и снажан боље речено робустан судски и извршни систем јесу камени темељци заштите инвеститора. И на крају ако би се порука могла сублимирати у једној реченици, а то стварно не може, гласила би следеће. У заштити инвеститора

важи правило “*Све или ништа*“. Ако имате све, и то све је како треба, тада механизам функционише ефикасно, а ако вам недостаје неки од елемената систем скоро да постаје дисфункционалан односно нема га.

Закључци

Главна порука овог рада јесте да ли Срби и Србија могу да буду атрактивни за инвеститоре, ако унапређују и спроводе високе стандарде одговорног корпоративног управљања. Могуће је тврдити да су фирме само отелотворење инвестиција које су учинили инвеститори на шта указује теорије фирме. У том контексту вреди разматрати планове и акције предузетника и менаџера, прецизније капиталиста који носе ризик да би профитирали, али није питање само како регулисати крупне фирме на берзи већ како учинити транспарентним и мала и средња предузећа. Стога раст предузетничких инвестиција и није могућ без елаборирања концепта предузетничког капитала и “*андела бизниса*“.⁵⁾

Branko Z. Ljutich⁶⁾, PhD, MA, CPA
Agricultural Faculty, University of Belgrade

RISK, INVESTMENTS PROTECTION AND REGULATION

Summary

Investors are "rare and fragile" plant which seek responsible and devoted relationship of issuers and the government which in turn should protect them from the government itself and from the other "violent attackers" on the profits. The precondition is development of democracy, public institutions, transparency, responsible governance (corporate and public), really efficient protection and regulation of investors, accompanied by the decriminalization of society and elimination of criminal activities. This is the way to create possibilities to improve the investment climate, safety and perspectives in Serbia. Investor's protection is somehow similar to the personal security of citizens and politicians, there is no one without the other, and similarly there is no any safety, security and protection for big investors if the small investors are not protected also.

Key words: risk, investment protection, regulation, Serbia.

5. Љутић Б. Ж. (2007, у припреми) *Финансирање малих и средњих предузећа. Опције економске политике*. Београд: Магистар бизнис администрације – MBA Press Inc.

6. Tenure Professor of Banking, Securities & Exchanges Regulation, Faculty of Law – University of Belgrade