

7. MEĐUNARODNA KONFERENCIJA BEOGRADSKJE BERZE

UPGRADE IN BELGRADE

BELGRADE SUPERMARKET: ONE STOP – LEARN ALL

VII Međunarodna konferencija Beogradske berze, kao i svake godine, okupila je stručnjake iz celog sveta, koji su približili učesnicima neke od aktuelnijih svetskih tema, koje nisu u dovoljnoj meri prisutne na finansijskim tržištima jugoistočne Evrope. U okviru četiri panela, govorilo se o sukobu interesa, o posebnoj vrsti strukturiranih proizvoda, o socijalno odgovornim investicijama, kao i o uticaju globalnih kretanja na lokalna tržišta.

Dva specijalna predavanja odnosila su se na ekonomske namere Evropske Komisije za Srbiju za 2008. godinu u svetlu globalne krize, kao i na karakteristike aktuelne globalne krize.

Na Konferenciji je, po prvi put, organizovana prezentacija domaće kompanije, koja još uvek nije na Beogradskoj berzi, ali planira da to učini.

U svom govoru na otvaranju, direktor Beogradske berze, Gordana Dostanić, istakla je da je interesovanje za Konferenciju pokazao veliki broj stručnjaka, uprkos finansijskoj krizi širokih razmera koja vlada u svetu. Dolazak preko 200 učesnika potvrđuje uspešnost namere Berze da kolegama iz zemlje i regiona omogući susret sa afirmisanim stručnjacima iz različitih oblasti berzanskog poslovanja.

Najviše prisutnih bilo je iz regiona, sa tržišta koja su u fazi razvoja. Skup je prilika za neposredne profesionalne kontakte, koji su važan faktor u procesu povezivanja i harmonizacije tržišta, regulative i razvojnih planova. Istovremeno, jasan interes za tržišta kapitala regiona pokazale su poznate i priznate asocijacije iz oblasti berzanskih poslova.

Naslov Konferencije prerastao je u opšti – Upgrade in Belgrade, kome se svake godine dodaje različita tema, ova puta: One stop – learn all. Izbor tema ima za cilj da čuva notu aktuelnosti skupa, kao i da instrumente i procedure koji se primenjuju na razvijenim tržištima približi regionu.

Izbor tema u 2008. godini uključuje sukob interesa, što je živa tematika, koja se stalno pojavljuje u novim oblicima, ne gubeći na aktuelnosti.

Regulatorna postavka, iskustva, praksa, ideje o načinu rešavanja problema u pomenutoj oblasti, uglovi su pristupa uvodničara prvog panela i biće od pomoći u unapređenju domaće regulative.

Pred Srbijom je donošenje zakona o sekjuritizaciji. Odgovor na dilemu da li je odsustvo strukturiranog finansiranja, iz ugla aktuelne finansijske krize, prednost ili nedostatak tržišta našeg regiona, kao i druga pitanja iz oblasti strukturiranog finansiranja, sadržan je u drugom panelu.

Socijalno odgovorne kompanije sve više privlače pažnju, ali i novac investitora. Reč je o firmama koje svoja sredstva i aktivnosti, osim u profit, usmeravaju u razvoj sredine u kojoj rade, očuvanje okruženja, kao i uspostavljanje pravih relacija između lica sa različitim interesima u kompaniji. Stoga se postavilo pitanje da li je berzanska industrija pronašla pravu formulu da spoji rast kompanije i razvoj cele zajednice?

Međuzavisnost uticaja kretanja cena glavnih energenata na kretanja na finansijskom tržištu, kao i pitanja aktuelne

svetske krize sa stanovišta robnih tržišta, bile su teme panela pod nazivom „Globalni problem – lokalna glavobolja“.

Kada je reč o aktivnostima Beogradske berze tokom 2002. godine, u saradnji sa kolegama iz Luksemburga i saradnicima iz Toronta i Beograda, Berza je završila i pustila u produkciju novi sistem za trgovanje baziran na FIX protokolu. Od 2008. godine, u eksploataciji je druga, odnosno, treća generacija servisa za informisanje, sa bitno unapređenim performansama – belex info, datafeed baziran na FIX protokolu, kao i projekat virtuelna berza, namenjen edukaciji na visoko-školskim ustanovama, tj. trgovanje na platformi berze preko Interneta.

U saradnji sa IFC, izrađen je i primenjuje se Kodeks korporativnog upravljanja. Takođe, u toku je druga faza razvoja sistema za trgovanje, sa akcentom na programskom ispostavljanju naloga i algoritamskom trgovanju.

Rezultate Beogradske berze možemo posmatrati u kontekstu aktuelne krize. Kretanje indeksa berzi regiona od početka 2008. godine snažno odražava efekte svetske finansijske krize, pa su tako indeksi gubili i preko 75% vrednosti. Izvesno je da kriza nije ništa manja i na velikim berzama.

Beogradska berza je u trećem kvartalu 2008. godine imala tržišnu kapitalizaciju od 12 milijardi evra i 2,68 milijardi tržišnu kapitalizaciju akcija u slobodnoj prodaji, što čini 22% ukupne tržišne kapitalizacije akcija.

Prometom u trećem kvartalu 2008. godine, koji se kretao oko 800 miliona evra, dominirale su akcije, dok su obveznice devizne štednje, jedine dužničke hartije, činile manje od 20% prometa. Prosečna dnevna vrednost prometa bila je ispod četiri miliona evra, dok je indeks najlikvidnijih akcija, BELEX 15, od 2005. godine do oktobra 2008. godine, pao ispod početne vrednosti.

Na BELEX 15 prodata je licenca i proizvodima na indeks trguje se na nekoliko berzi u Evropi.

Učešće stranih investitora iznosi preko 50% za celu godinu, iako se u oktobru 2008. godine smanjilo na približno 45%.

Ponašanje inostranih investitora može se pratiti preko učešća na kupovnoj i prodajnoj strani. U 2008. godini, na kupovnoj strani, iznosilo je preko 40% do septembra i oktobra, kada pada ispod 40%. Obrnuto, na strani ponude, učešće stranih investitora raste.

Problem na tržištima kao što je srpsko je to što, pri izlasku inostranih investitora i njihovom pojačanom učešću na strani ponude, nema dovoljno kapaciteta domaćih investitora da dočekaju veliku ponudu.

Kretanje indeksa BELEX15 u korelaciji je sa prilikom naloga ponude i tražnje.

Podaci prikazuju bitno lošije poslovanje u 2008. godini u odnosu na prethodnu godinu, što je razlog za zabrinutost, ali i za pronalaženje načina za izlazak iz problema. To je moguće u sklopu ukupne strategije Srbije za izlazak iz krize i dalji razvoj. Opisani rezultati nisu razlog za izostanak optimizma.

Poštovani čitaoci Biltena, verujemo da ćete uvažiti našu odluku da izlaganja sa VII Međunarodne konferencije Beogradske berze objavimo u skraćenoj i sažetoj formi. Obzirom da su tekstovi pripremljeni na osnovu audio snimka simultanog prevoda, trudili smo se da svako od izlaganja zadrži osnovnu nit i smisao teme o kojoj je bilo reči na Konferenciji.

Zabranjene veze – sukob interesa u finansijskim uslugama

U okviru prvog panela razmatrana su pitanja koja su se nametnula u doba velike krize: šta se sve može smatrati sukobom interesa na finansijskom tržištu i zašto do sukoba dolazi, šta je uzrok i koje su posledice delovanja lica sa sukobom interesa, kako se takve pojave sprečavaju, koja je funkcija analitičara u brokerskim kućama i investicionim kompanijama, kakva je kontrola potrebna za ravnotežu finansijskog tržišta, treba li očekivati veću ulogu države, itd.

Sukobu interesa pristupljeno je kroz definiciju i odgovor na pitanje zašto do sukoba dolazi, ali i kroz analizu propisa u kontinentalnom i anglosaksonskom pravu, da bi se pronašli metodi za signaliziranje i uspostavljanje tržišne discipline.

Posebna pažnja bila je posvećena analizi srpskog pravnog okvira za regulisanje sukoba interesa.

Odgovori na pomenuta pitanja važni su ne samo za razvijene, koji su se našli u najvećoj krizi, već i za region u kome se nalazi Srbija, koja još nije na pravi način razvila finansijsko tržište, a već se suočila sa teškoćama.

Sukobi interesa u industriji hartija od vrednosti – da li regulatori mogu biti u sukobu?

John Hennessy, direktor za edukaciju i trening u Odeljenju za međunarodne poslove i usluge FINRA, najvećeg nezavisnog regulatora u SAD, sa više od 20 godina iskustva u industriji finansijskih usluga i preko 10 godina iskustva u pravljenju korporativnih i akademskih obrazovnih programa, smatra da je sukob interesa nešto što je neizbežno, pitanje je samo na koji način možemo njime da upravljamo i da ga kontrolišemo.

U skladu sa Mifid, od kompanija se zahteva da same odrede gde je njihov sukob interesa i da obelodane svojim potencijalnim klijentima način na koji će takav sukob kontrolisati.

U SAD, lica koja žele da rade brokerske poslove moraju da budu član FINRA, koja ima ovlašćenje da obavlja inspekciju u kompanijama, da donosi regulativu i uvodi disciplinske mere ukoliko firme ne poštuju pravila. Kao regulator, FINRA je došla do teme sukoba interesa i pitanja – da li regulatori mogu da budu u sukobu interes?

Trenutnoj krizi koja je zahvatila ceo svet doprnela su četiri faktora, tj. četiri neuspeha:

1. Lični neuspeh – lična odgovornost individualnih lica ili preterana potrošnja lica koja uzimaju zajmove da finansiraju potrošnju koju ne mogu da priušte. Kupovina odeće na karticu, kuća uz pomoć povoljnih bankarskih kredita i sl. Problem je zanemaren u SAD, ali i u Evropi. Potrebno je biti svestan lične odgovornosti za preteranu potrošnju i ne tražiti krivice druge.
2. Neuspeh proizvođača – posebno proizvođača tržišta hipoteka i tržišta visokorizičnih hipoteka, kao i kredita koji su bazirani na tim proizvodima – tj. prodaja hipoteka licima koja ne ispunjavaju uslove da dobiju hipotekarni kredit i ogromno zaduženje u derivatnim proizvodima baziranim na hipotekama.
3. Neuspeh u upravljanju rizikom kompanija – kompanije nisu razmatrale sve rizike povezane sa njihovim poslovanjem, više su bile zainteresovane za maksimiziranje profita.
4. Neuspeh regulative – veliki deo proizvođača koji su prodavani nisu regulisani.

Jedan od razloga je sukob interesa, u kome se nalazila većina regulatora.

Uloga regulatora zavisi od viđenja tržišta, da li je tržište efikasno, da li regulativa treba samo da omogućuje poslovanje na tržištu, efikasan mehanizam, da li bi regulativa trebalo da bude na strani poslovanja ili bi trebalo da štiti tržište i investitore, od sa-

mih investitora i samog tržišta, da li bi regulativa trebalo da služi javnom ili privatnom interesu?

Ljudi zastupaju i jednu i drugu stranu u debati.

Neki smatraju da regulativa služi privatnom interesu i da će, kao takva, promovisati poslovnu kulturu, od koje će javnost, na kraju, imati koristi. To je pristup od vrha ka dnu, iz koga proizilazi da će od dobre ekonomije svi imati koristi.

Ako regulativa treba da služi pre svega javnom interesu, treba krenuti od dna ka vrhu i osigurati da se interesi javnosti, onih koji nisu investitori ali na koje utiču rezultati investicija, zaštite. Da li prvo treba njih da zaštitimo i da, na osnovu toga, gradimo poslovni sistem?

Debata se vodi između pristupa zasnovanog na pravilima i pristupa zasnovanog na principima koji je na snazi u Velikoj Britaniji. Oba sistema imaju slabe strane i neuspehe.

Postavlja se pitanje da li se u većoj meri treba fokusirati na usklađenost sa pravilima i mehanički označavati pravila koja su ispunjena ili nisu ili treba da se primenjuje pristup baziran na riziku.

Upravljanje rizikom bio je jedan od velikih neuspeha koji je doveo do krize, tako da je potrebno fokusirati se na rizik, pre nego na usklađenost.

Jedno od pitanja je da li bi regulatori trebalo da imaju ulogu policije i da sprovedu pravila veoma striktno, sa visokim kaznama za prekršioce pravila, ili bi trebalo da primenjuju blaži pristup. Da li regulator treba da saraduje sa industrijom ili da bude, na neki način, u konkurenciji sa industrijom?

Debata se vodi poslednjih 20 godina i utisak je da dolazi do zaokreta u mišljenju o budućnosti regulatora. Posebno pitanje je da li regulatori mogu da budu u sukobu interesa?

Na osnovu istraživanja web site-a britanskog regulatora FSA, može se saznati da je politika regulacije bazirana na međunarodnom karakteru britanskog finansijskog tržišta i očuvanju konkurentnosti.

Da li postoji sukob interesa ako je, sa jedne strane, posao organizacije da reguliše tržišta a, sa druge strane, da podržava tržište? Dilema nije prisutna samo u Velikoj Britaniji, već i u Hong Kongu, čiji regulator SFC navodi kao cilj osiguranje daljeg uspeha i razvoja Hong Konga, kao jednog od međunarodnih finansijskih centara.

U kontekstu koncepta regulatorne konkurentnosti, pitanje je da li se radi o trci do dna, do kraja, ako zbog sve veće konkurentnosti zemlje sve više olakšavaju regulativu. Da li ovde postoji potencijalni sukob interesa?

Ako postoji velika fokusiranost na razvoj poslovanja, da li će regulativa trpeti?

Na primer, u Australiji smatraju da postoji potreba da se nađe ravnoteža između ciljeva zaštite i ciljeva olakšanog poslovanja. Da li treba da se fokusiramo na zaštitu ili na efikasnost poslovanja? Gde naći ravnotežu?

U SAD, CFTC smatra da savetodavni odbor, koji svi regulatori treba da imaju, treba da pruža informacije i daje preporuke industrije u pogledu načina na koji sama industrija misli da treba da se reguliše.

Sa stanovišta regulatora, u pitanju je inherentni sukob interesa u pogledu načina regulisanja.

U principu, svaki učesnik treba da se samoregulira, ali u društvu mora da postoji viša instanca regulatora kako bi zaštitila aktere od njih samih.

Najveći deo regulisanja, posebno u SAD i Velikoj Britaniji u poslednjih 20 godina, baziran je na laissez faire pristupu, lakom pristupu, prema kome se poslovanje najbolje razvija ako nema dovoljno regulative. To je pristup Reagan/Tatcher, koji podrazumeva što veće ograničenje učesnika vlade, dopuštajući tržištu da se razvija samo na osnovu prirodnih principa.

Alain Greenspan, koji je učenik laissez faire škole, u svedočenju pred američkim Kongresom

u oktobru 2008. godine, rekao je sledeće: ...oni među nama koji su se oslonili na interes zajedavaca da zaštiti kapital akcionara, a posebno ja, i dalje su u šoku i nevernici". Kada kontrola, kao centralni stub na kome počiva ravnoteža finansijskih tržišta, propadne, stabilnost tržišta biće potkopana. Alain Greenspan je verovao da će, ako određena lica rade u sopstvenom interesu, od toga imati koristi i čitavo društvo, što je bilo pokretač čitave filozofije u SAD i Evropi u poslednjih dvadesetak godina.

Na pitanje predsedavajućeg Kongresa da li je otkrio neku grešku u svojoj filozofiji, Greenspan je odgovorio da je otkrio grešku u modelu koji je smatrao ključnim za strukturu koja definiše način na koji svet funkcioniše. Drugim rečima, njegovo shvatanje i ideologija nisu ispravni, što je šokantno upravo zato što su 40 godina postojali dokazi da takav koncept izuzetno dobro funkcioniše.

Mišljenje ljudi se menja, moguće i pod uticajem izbora u SAD.

Ranije shvatanje bilo je da su tržišta samoregulirajuća i da će, ukoliko dođe do problema, principi Adama Smita rešiti sve, dok vlada može samo da „zabrlja“ stvar. U skladu sa starim principom, koji su isticali MMF, Svetska banka, kao i mnogi akteri na razvijenim tržištima – prema kome je državno vlasništvo loša stvar, država neefikasno vodi poslovanje, počevši od zdravstvene zaštite i prosvete, kompanije i preduzeća mnogo bolje rade nego država – regulativa predstavlja opterećenje i neophodno zlo, ali kad već postoji, trebalo bi da se ograniči u najvećoj meri.

Potencijalna nova paradigma je da bi tržište trebalo da bude više regulisano zato što nije urađen dobar posao u okviru samoregulisanja. Državno spašavanje i državno vlasništvo kompanija postali su neophodni i trenutno izgleda da državno vlasništvo nije toliko loše kao što se ranije činilo. Postoji shvatanje da je u nesavršenom svetu neophodno regulisanje i da ni tržište, kao ni mi sami, nije savršeno.

Sukobi interesa povezani sa izveštajima analitičara brokerskih kuća

Kenneth Caputo, viši saradnik glavnog savetnika SIPC (Korporacije za zaštitu investitora u hartije od vrednosti), vodeći savetnik u postupku likvidacije Lehman Brothers.

Investiciono bankarstvo i odeljenja za istraživanje često se predstavljaju kao dve strane istog posla – kao jedna pravna kuća koja predstavlja i optuženog i onog koji tuži.

Analitičari su prinuđeni da investitorima pruže nezavisne i objektivne analize kompanija sa jedne strane, a sa druge, pozitivne analize i preporuke korporativnim insajderima.

Poslovi investicionog bankarstva u okviru brokerskih kuća mogu da obezbede značajne beneficije analitičarima, u vidu povišica i bonusa, tako da postoji realna mogućnost da povlastice kompromituju ili izmene zaključke analitičara. Opisani sukobi interesa delimično mogu biti zasnovani na pritiscima koji proizilaze iz samog investicionog bankarstva, uključujući potrebu za povoljnijim izveštajima, koji bi privukli i zadržali klijente. Kada su analitičari motivisani ličnom finansijskom koristi ili nekim drugim vidovima kompenzacije, postavlja se pitanje objektivnosti izveštaja, kao i odgovornosti brokerskih kuća za materijalne greške i propuste kojima se krše važeći zakoni o hartijama od vrednosti.

Analitičari sprovedu istraživanja kako bi ocenili hartije od vrednosti i procenili njihovu vrednost kao investicije. Ovi izveštaji se zatim objavljuju i sadrže preporuke da li određenu hartiju treba prodati ili kupiti, široko se distribuišu među klijentima fir-

mi, kao i u okruženju razmene informacija elektronskog trgovanja, uključujući najširu javnost.

Prema rečima Vrhovnog suda SAD, analitičari su neophodni za očuvanje zdravog tržišta. Problemi su nastali tamo gde je utvrđeno da su analitičari objavljivali izveštaje, ali nisu otkrivali postojanje značajnih sukoba interesa za koje bi se osnovano moglo očekivati da utiču na njihove preporuke. Moguće je da su parametri zapošljavanja i kompenzacija, u okviru kojih su analitičari delovali u industriji hartija od vrednosti, postavljali temelje ovih sukoba. Na primer, kompenzacija koju dobija analitičar mogla je biti povezana sa profitom brokerske kuće, što bi analitičara motivisalo da objavljuje izveštaje podešene tako da zadrže klijente te kuće. U nekim firmama, analitičari su rangirani od strane sektora investicionog bankarstva u vezi sa hartijama od vrednosti, čiji je pokrovitelj data brokerska kuća i, konačno, analitičari mogu biti akcionari kroz prednacionalne javne ponude u istim kompanijama koje analiziraju.

Poslednjih godina ovaj sukob interesa doveo je do sprovođenja istrage od strane regulatora i, konačno, do većeg regulisanja uloge analitičara. Od 2001. godine, u SAD su predložena nova pravila o sukobu interesa koji se odnosi na analitičare.

U maju 2002. godine, američka SEC odobrila je nova pravila koja zabranjuju odeljenjima za investiciono bankarstvo brokerske kuće:

1. da nadziru ili kontrolišu analitičare ili da reviziraju ili odobravaju izveštaj pre objavljivanja,
2. da se nadoknade analitičara povezuju sa transakcijama investicionog bankarstva i
3. da analitičari trguju ili kupuju hartije od vrednosti 30 dana pre ili pet dana posle objavljivanja izveštaja.

Regulatori su uveli i prinudno izvršenje, radi rešavanja problema 10 investicionih firmi sa Wall Street-a, koje su pristale da plate odštetu od više miliona dolara, nakon optužbi da su investitori doveli u zabludu pristrasnim analizama vršenim za poslove njihovog investicionog bankarstva.

Prema izveštaju SEC, ove firme bile su angažovane u delatnostima u kojima je stvoren ili vršen neprimereni uticaj investicionog bankarstva na analitičare, što je dovelo do sukoba interesa u vezi sa analitičarima, kojima ove firme nisu na adekvatan način upravljale.

Kao rezultat, od firmi se zahtevalo da prekinu veze između analize i investicionog bankarstva i analitičarima je zabranjeno da primaju nadoknadu za poslove investicionog bankarstva, kao i da učestvuju u njihovim prodajnim prezentacijama. Neke od važnijih promena odnosile su se na zahtev da firme odvoje odeljenja za istraživanje u investicionom bankarstvu, kako bi se sprečila razmena informacija između ove dve grupe, da odvoje nadoknadu analitičarima od prihoda iz investicionog bankarstva ili od bilo kakve dobiti zaposlenih u investicionom bankarstvu, da kreiraju „fire walls“, kako bi ograničili interakciju između odeljenja investicionog bankarstva i istraživanja.

Analitičari u parnicama najčešće su bili zaštićeni od odgovornosti zbog svoje uloge u pomaganju efikasnosti tržišta. Iako je ova zaštita došla pod udar kritike, naročito kada kritike ukazuju na sukob interesa koji se odnosi na analitičare, podnosioci tužbi imali su velikih problema da tu zaštitu promene.

Primeri u SAD:

1. Slučaj Morgan Stanley i njihov analitičar u inicijalnoj javnoj ponudi akcija IB Company, iz tehnološke industrije. Analitičar je dao pozitivan izveštaj, u pokušaju da pridobije potencijalno profitabilnog klijenta za firmu. Mnogi veruju da postoji osnova za utvrđivanje krivice. Analitičar i kompanija Morgan Stanley, odlučili su da objave povoljan izveštaj nakon IPO i uspešli su da učestvuju u sekundarnoj ponudi IB, u vrednosti od 1,1 milijarde dolara. Investitori su zatim podneli tužbu protiv analitičara i Morgan Stanley, koja je odbačena zato što nije mogla da prođe postupak prema federalnom zakonu i nikakva odgovornost nije utvrđena.

2. Drugi slučaj odnosi se na grupnu tužbu koju su podneli akcionari JP Morgan Chase. Akcionari su pokušali da povrate gubitke zbog navodno pogrešnih informacija koje je kompanija Chase objavljivala o transakcijama sa firmom Enron. U tužbi se tvrdi da je kompanija Chase, uprkos tome što je znala za obim Enronovih finansijskih problema, preporučivala kupovinu Enronovih akcija. Poznato je šta se dogodilo sa Enronom. Sud se nije složio, smatrajući da ne postoje činjenice koje navode na zaključak da su analitičari verovali kako su njihove analize netačne. Čak i kada su znali da su njihove analize netačne, preciznije informacije ne bi promenile ukupan zbir informacija kojima su raspolagali akcionari Chase.

U većem broju slučajeva sudski postupci nisu se pokazali efikasnim sredstvom da se unesu promene na tržište, ali regulativa jeste.

Lehman Brothers do sada je najveća brokersko-dilerska kuća koja je otišla pod stečaj u SAD. Jedna od teorija zašto je Lehman otišao pod stečaj je nedostatak regulative.

Pitanje za globalna tržišta i tržišta SAD jeste da li je povećana regulativa neophodna? Postoji konsenzus da povećanje regulative predstoji. U narednih nekoliko meseci ili tokom 2009. godine, doći će do promene regulativne strukture u SAD. Mnogo se radi na nivou podkomiteta i Kongresa. Apeluje se na novu administraciju da unese promene na tržište.

Tržišta u SAD i globalna tržišta osetila su posledice nedostatka regulative.

Lehman je posebno zanimljiv, zato što predstavlja međunarodni slučaj. Firma je imala 40 predstavništava, u 12 zemalja, na 4 kontinenta. Slučaj Lehman je bio katalizator krize.

Sukobi interesa u pružanju usluga individualnim investitorima

Piero Cinquegrana, istraživač na Evropskom institutu za tržište kapitala koji je pod upravom CEPS-a, smatra sukob interesa u pružanju usluga individualnim investitorima veoma važnim pitanjem, zato što su individualni investitori izloženi riziku da ih iskoriste distributeri, finansijski menadžeri ili brokeri, jer nemaju dovoljno informacija i ne razumeju dovoljno proizvode koje kupuju (postoji asimetrija informacija).

U okviru definicije, naglašava se razlika između agenta i naručioca posla (klijenta). Sukob interesa nastaje kad jedna strana u transakciji može da izvuče korist postupajući na štetu druge strane. Jedna strana može da iskoristi činjenicu da druga strana ne može da kontroliše svoje postupke ili nema dovoljno saznanja o aktivnostima koje su preduzete sa druge strane. Stavljen je naglasak i na suprotan interes dve strane, tj. na različite interese dve strane.

Postoji nekoliko razloga zbog kojih dolazi do sukoba interesa. Jedan od najvažnijih, kada se radi o proizvodima za individualne investitore, jesu asimetrične informacije. Distributer, banka, kada prodaje strukturisani terminski depozit klijentima, koji ne razumeju proizvod ili povezani rizik, ne mora da objasni rizik, tako da ga klijent ne razume. Opisani sukob u ekonomskoj teoriji naziva se „dilema klijent – agent“.

Drugi razlog su višestruki principi. Postoje suključeni ciljevi različitih strana, na primer, generalni direktor nastoji da proširi sredstva banke u što većoj meri, što u dugoročnom periodu može da bude na štetu preduzeća.

Jedan od razloga su i visoki troškovi praćenja (monitoringa), u smislu da klijenti ne mogu da prate poslovanje agenta ili uprave, što dovodi do moralnog hazarda. Pristrasan sistem motivacije javlja se kao jedan od razloga. Tržišna disciplina nije dovoljna i ne može da spreči sukob interesa.

Moguće rešenje problema je reputacija, kao izuzetno vredna imovina, koja se teško postiže i lako gubi.

Agencije za rejting bazirane su isključivo na reputaciji. Postoji veliki sukob interesa, koji bi trebalo da bude ublažen rejtingom na osnovu reputacije, što nije funkcionalno.

Dolazi se do regulative privatnih ugovora, odnosno, fiducijarne dužnosti i nadzora primene regulative, gde je takođe moguć sukob interesa.

Ukoliko pomenuto ne funkcioniše, neophodno je pouzdati se u finansijsku edukaciju. Edukacija je najvažnija za razumevanje rizika i proizvoda, za dobijanje bolje ideje šta treba da se kupuje i da li proizvod treba da se kupuje ili ne.

Kod banaka, brokera i drugih distributera javlja se negativan uticaj pristrasnog izbora, kada banke biraju proizvod zato što primaju proviziju za taj proizvod, tj. plaćaju im se sredstva za distribuciju proizvoda. To može da se spreči tako što se odrede konkretni koraci u izboru proizvoda. Mora da postoji odeljenje koje bira proizvod i odeljenje koje prodaje proizvod, ali tako da nisu povezani. U takvim slučajevima, zaštitne mere mogle bi da budu bazirane na odgovarajućem nagradivanju.

Prodaja pogrešnih proizvoda bio je problem u Argentini, gde kupujući visokorizične „junk“ obveznice investitori nisu bili svesni rizika koji preuzimaju. Zaštitna mera trebalo bi da bude ispunjenost uslova podesnosti, kao što se navodi u Mifid. Ukoliko deo banke distribuiše proizvod, to odeljenje ne bi trebalo da dobije proviziju, već bi nagradivanje trebalo da bude nezavisno, što se odnosi i na strukturu nagradivanja. Ukoliko sukob ne može da se reši, u skladu sa Mifid, trebalo bi da se obelodani da sukob ne može da se reši, a informacije o sukobu interesa trebalo bi da se dostave klijentima.

Brokerske usluge u okviru kojih dolazi do „mućkanja“ sprečavaju optimalnu raspodelu portfolija. Ako broker koji se nagraduje na osnovu provizije ima previše transakcija, dobija veliku nadoknadu, ali to se negativno odražava na klijente. Zaštitna mera je dobro izvršenje (najbolje izvršenje), koje se različito tumači u Evropi i SAD.

Još jedan primer su investicioni saveti, gde odvajanje distribucije i prodaje rešava sukob interesa.

Industrija koja je pasivna u odnosu na sukob interesa je upravljanje fondovima. Problem nije toliko izražen kod proizvoda za individualne investitore. Distributeri kao što su banke distribuišu sredstva klijentima i javlja se pristrasan izbor proizvoda u portfoliju klijenta, koji nije baziran na performansama i rezultatima, nego na proviziji. Zaštita je najbolje izvršenje i sistem razdvajanja.

Važeća regulativa Evropske unije u okviru direktive Mifid usvojena je 2005. godine, a rok primene je bio novembar 2007. godine. Zaštitne mere u Mifid treba na pravi način da se sprovedu i da se prate, što još uvek nije realizovano.

Najvažnija zaštitna mera je kategorizacija klijenata, član 19., tačka 10, gde se navodi da svaki klijent treba da se kategorizuje u skladu sa nivoom znanja o finansijskom proizvodu i znanja o svojim investicionim ciljevima. Klijenti se kategorizuju u profesionalne, manje profesionalne itd.. Od kategorizacije zavisi i nivo zaštite koji će klijenti dobijati. Najmanje informisani klijenti imaju najveći stepen zaštite, u skladu sa Mifid.

Još jedna zaštitna mera u Mifid je princip podesnosti i prikladnosti. Kada distributer prodaje proizvod kao i brokerske usluge, mora da osigura da su podesni za klijenta, što znači da mora da ima dovoljno informacija o klijentu, o njegovim ciljevima i o finansijskim sredstvima klijenta, tako da može da odluči da li je konkretan proizvod podesan za datog klijenta. Na primer, za klijenta sa malim portfolijom i malim stepenom finansijskog obrazovanja kapitalizovana sredstva na japanskom tržištu verovatno nisu podesan proizvod zbog velikog rizika. Banka i distributer finansijskih proizvoda moraju da objasne rizik klijentu i, ako rizik nije podesan za klijenta, proizvod ne treba da mu se proda.

Kada je reč o prikladnosti, distributer, brokerska kuća koja čuva sredstva, izvršava transakciju ili savetovanje o portfoliju, kao i druge diskre-

cione aktivnosti, sa novcem klijenta, prema članu 19., stav 4 i 5. Mifid direktive, koji se odnose na podesnost klijenta.

Sukob interesa tretiran je u članovima 13. i 18. direktive Mifid.

Još jedna od mera predviđenih u okviru Mifid je režim nadoknada. Nadoknade i dobro izvršenje od suštinske su važnosti za shvatanje sukoba interesa.

Režim nadoknade odnosi se na sve provizije koje se plaćaju za investicione usluge i upravljanje sredstvima. Ako se provizija plaća distributeru, mora da se obelodani klijentu, a firma koja pruža investicione usluge mora da osigura da plaćanje provizije ne ide na štetu portfolija klijenta.

Na isti način, dobro izvršenje znači da investiciona firma ima dužnost da nađe najbolje moguće uslove za izvršenje obaveza prema klijentu.

Postoji Direktiva o transparentnosti Evropske unije, koja se bazira na listi pojedinih klijenata i ne rešava problem u korenu.

Direktiva o prospektu odnosi se na listirane kompanije. Prospekt je komplikovan i malo je verovatno da će klijenti moći sami da analiziraju prospekte.

Mifid se odnosi na proizvode, uključujući UCITS proizvode, koji uključuju fondove kojima se upravlja. Kad menadžeri koji upravljaju sredstvima sprovedu diskrecione odluke i moraju da sprovedu direktive iz Mifid koje se odnose na sukob interesa, najbolje izvršenje je transparentnost.

Može se zaključiti da su sukobi interesa neizbežni zato što se nalaze svuda u finansijskim uslugama. Kao posledica koncentracije firmi koje pružaju čitav niz usluga i preklapanja, uvek postoji sukob interesa između različitih odeljenja, kao i zbog sve veće kompleksnosti finansijskih proizvoda. Odgovarajuće mere zaštite i povećanje svesti investitora na tržištu mogu da doprinesu zaštiti investitora i očuvanju poverenja u tržište.

U ekstremnom slučaju, postoji „trade off“ između efikasnosti tržišta i poslovanja na tržištu, sa jedne, i zaštite klijenata, sa druge strane. Regulatori će uvek imati sukob i suprotstavljanje interesa u postizanju efikasnosti tržišta i zaštite klijenata. Velika zaštita investitora znači manju efikasnost tržišta, što će možda biti pravo rešenje.

Korporativno upravljanje listiranih kompanija i sukob interesa

Tim Field, partner u pravnoj firmi Simmons&Simmons, stručnjak za transakcije na tržištu akcija, sa savetodavnim iskustvom u investicionim bankama, na berzama i u finansijskim organizacijama za primarne i sekundarne javne ponude i plasmane, osvetlio je problem sa stanovišta korporativnog upravljanja i upravnih odbora.

Kao savetodavac kompanija, berzi i individualnih lica, Tim Field ima opšti pregled potreba ljudi i uvid u sveopšti sukob interesa, kako sa globalnog nivoa, tako i sa tačke gledišta Velike Britanije.

Upravni odbor nije samo pod kontrolom regulative i entiteta koji njima upravljaju, već interes mora da se usklađuje sa akcionarima, kreditorima, poveriocima. Postoji potencijalni sukob unutar samog upravnog odbora. Problem upravljanja je da se obezbedi da interesi svih strana budu zastupljeni.

Korporativno upravljanje predstavlja standard u vidu sistema i procedura za obezbeđivanje odgovornosti, čestitosti i otvorenosti u poslovanju. Tri cilja ne uklapaju se najbolje i sukobljena su između sebe, tako da je potrebno upravljanje.

Iz globalne perspektive, postoji problem između mere u kojoj se ljudi prisiljavaju i od njih zahteva da se ponašaju na određen način i mere u kojoj se dozvoljava da se drugačije ponašaju, pod uslovom da se o tome prethodno izda informacija.

Regulatorni sistemi širom sveta u nedoumici su da li postoji opšti standard. Zbog prošle finansijske krize, intenzivirale su se tenzije.

Iako ne postoji globalni standard korporativnog upravljanja, postoji sve veća uniformnost si-

stema širom međunarodnih tržišta, što je neka vrsta međunarodnih standarda, iako određena pitanja još uvek definišu nacionalna regulatorna tela, kao što su mera u kojoj članovi upravnog odbora moraju da regulišu međusobne odnose u upravljanju međusobnim sukobima interesa u vezi sa klijentima, itd.

Pravilo je da se standard koji je usvojen obično bazira na obelodanjivanju podataka. Postoje objektivni standardi i najbolja praksa. Pri obelodanjivanju, kod listiranja ili zbog obaveza na berzi, objavljuju se aktivnosti, kao i to u kojoj meri nisu u skladu sa standardima koji se primenjuju.

Britanski model ima različite standarde za različite berze.

OECD je objavio principe koji nisu obavezujući, što je metodologija koja može da se koristi za korporativno upravljanje. Principi su veoma korisni i primenjuju se širom sveta, u oblastima koje nisu regulisane, u smislu ponašanja upravnog odbora. Kada regulativno telo propisuje ponašanje, postoji globalni pritisak da to bude u skladu sa principima OECD-a.

U septembru 2008. godine, OECD je objavio veliku inicijativu za usvajanje standarda globalnog korporativnog upravljanja. Postoje i dobrovoljne smernice Ujedinjenih nacija, iako većina smatra da je OECD pokretačka sila kada sa radi o korporativnom upravljanju.

Postoje pritisci da se sprovede globalna saobraznost na tržištu.

Evropski pristup je relevantan – ne postoji kodeks korporativnog upravljanja za celu Evropu, ali postoje nastojanja i koraci koji se preduzimaju da bi se usvojio zajednički pristup u evropskim zemljama članicama Evropske unije o važnim identifikovanim pitanjima. Aktivnost je pokrenuta 2003. godine.

Postoje četiri glavne oblasti koje su teme evropskih direktiva, a prenose se u državne zakone širom Evropske unije.

Prva i najvažnija je godišnji izveštaj o korporativnom upravljanju. Evropski pristup je da na godišnjem nivou mora da se objavi politika korporativnog upravljanja, kao i pristup korporativnom upravljanju, način upravljanja rizikom i sukobima, kao i predstojeće promene.

U Velikoj Britaniji, institucionalni investitori tretiraju ozbiljno bilo kakvo nepoštovanje standarda u navedenom pristupu. Za investicione banke, objavljivanje pomenutih podataka veoma je važno, kao posledica interesovanja akcionara, institucionalnih akcionara i odbora akcionara.

Korporativno upravljanje predstavlja trošak i akcionari su veoma zainteresovani kako kompanije troše novac. Sprovođenje najviših standarda korporativnog upravljanja biće skuplje nego sprovođenje minimalnih standarda upravljanja, tako da akcionari moraju da odmere šta je njihov model. Skuplji model ima instrumente za kontrolisanje odbora, dok jednostavna struktura vodi posao, ali se ne upravlja rizicima dobro i tada možda izvršni direktori imaju akcije, možda postoji sukob interesa.

Kao deo pristupa upravljanju sukobima u Evropi Uniji, postoje koraci za jačanje prava akcionara, zato što postoji tenzija između upravnih odbora i akcionara na skupštinama. Pošto je reč o dva glavna organa, mora da postoji način da se upravlja sukobima interesa jedne i druge strane. U nekim situacijama na snazi su pravila akcionara, posebno ona koja se odnose na sazivanje skupštine i obelodanjivanje informacija.

Sastav upravnog odbora regulisan je detaljnim propisima, koji se primenjuju na listiranom tržištu berzi. U Velikoj Britaniji na snazi je opšti princip nezavisnosti.

Uvek je postojala opšta predstava šta je nezavisni član upravnog odbora, u celom svetu. Postoji i opšta predstava izvršnog člana upravnog odbora, koji ima direktnu funkciju. Poznati su i nadzorni članovi odbora, koji su manje uključeni u svakodnevno vođenje kompanije. Ali jedan od aspekata koji je uključen u propise je pitanje nezavisnosti. U skladu sa standardima korporativnog upravljanja, određeni broj članova upravnog

odbora moraju da budu nezavisni – nisu uključeni u svakodnevno poslovanje, nisu u odborima, nemaju opcije na akcije, nemaju značajniji broj akcija. Bilo koji direktor koji ima više od 10% akcija ne može se smatrati nezavisnim članom upravnog odbora.

To su ljudi koji imaju relativno malu naknadu i preuzimaju odgovornost nezavisnog člana upravnog odbora, predstavljajući akcionare i stajući se da izvršni članovi odbora budu praćeni, savetovani, kontrolisani.

Postoji ravnoteža unutar odbora između nezavisnih i izvršnih članova odbora, što je vezano za troškove – koliko njih je potrebno za delotvorno upravljanje u interesu akcionara da bi se ostvarila dobit pri razumnim i minimalnim troškovima. U pomenutim okvirima javlja se tenzija u sferi korporativnog upravljanja.

Naknada koju primaju članovi upravnog odbora je aktuelna tema već nekoliko godina, imajući u vidu propast firmi. Teško je shvatiti kako su članovi odbora dobro plaćeni, u situaciji kada firma ide pod stečaj.

Evropski standard je da samo 25% akcionara, ako želi da glasa, može da sazove sastanak svih akcionara, da bi se razgovaralo o naknadi koju primaju članovi upravnog odbora.

Postoji niži standard, gde akcionari mogu da sazovu sastanak o naknadi direktora, na kome mogu da razgovaraju, bez donošenja odluka. Evropski forum na visokom nivou pomaže Evropskoj Komisiji u definisanju standarda i pristupa korporativnog upravljanja.

U modelu korporativnog upravljanja u Velikoj Britaniji na snazi je kombinovani kodeks najbolje prakse, koji se primenjuje na zvanični listing. Kodeks nije deo pravila listiranja, neprimenjivanje ne povlači tužbu, ali niko neće kupovati akcije. Praktično i komercijalno gledano, neophodno je poštovanje kodeksa. Sadrži dosta pravila i sugestija koje se odnose na korporativno upravljanje i standarde koje odbor mora da usvoji u svom delovanju.

Standardi koji se primenjuju u Velikoj Britaniji nalažu jednak broj nezavisnih i izvršnih članova upravnog odbora – na primer, tri izvršna i tri nezvršna člana i predsednik.

Broj članova je sedam, a kada se angažuje još jedan član, neophodno je uzeti još jednog nezvršnog, da bi se postigla ravnoteža. Vodi se debata o tome da li predsednik upravnog odbora može da bude generalni direktor ili može da bude izvršni direktor.

Pre nekoliko godina, prvi pravi slučaj akcionarskog aktivizma dogodio se kada je generalni direktor želeo da bude i predsednik upravnog odbora, što su akcionari sprečili glasanjem na godišnjoj skupštini. Takav način rada je skup.

Na manjim tržištima, kako je juniorsko, ne postoji standard korporativnog upravljanja koji se formalno primenjuje, već dobrovoljni. Kompanije obično pokušavaju da prate kombinovani kodeks, koliko mogu, što je jedna od najboljih manifestacija modela „primeni ili objasni“, gde kompanije daju objašnjenje u kojoj meri poštuju kodeks. Model funkcioniše dobro, iako je u pitanju neregulisano tržište i ugovorni odnos.

Drugi izvor korporativnog upravljanja su pravila obelodanjivanja, transparentnosti, koja su rezultat evropskih propisa, a u Velikoj Britaniji i osnivački akt i statut kompanije.

Osnivački akt kompanije navodi šta može ili ne može da radi član upravnog odbora kada ima sukob interesa.

Zaključak je da postoji pritisak u vezi sa konvergencijom globalnih standarda korporativnog upravljanja, naročito posle 2003. godine. Da li će se kreirati jedan globalni kodeks, nije sigurno, iako tome doprinose dualni listinzi i opšti pritisci. S obzirom na mogućnosti informacione tehnologije, danas ni jedna berza ne može da bude potpuno okrenuta sebi ako ima internacionalne ambicije. Da bi konkurisala drugim međunarodnim berzama, uniformnost ili konvergencija globalnog korporativnog upravljanja može da bude pravo rešenje.

Povezana lica i sukob interesa

Francesco Maria Aleandri, partner u Simons&Simmons, na čelu grupe za tržišta akcija, sa savetodavnim iskustvom u oblasti IPO, fokusirao se na korporativno upravljanje, na deo koji se odnosi na transakcije povezanih lica.

Transakcije povezanih lica su oblast potencijalnog konflikta interesa koja je privukla rastuću pažnju investitora i regulatora poslednjih godina.

Transakcije povezanih lica odigrale su ključnu ulogu u nekim od najvećih skandala poslednjih godina, kao što je slučaj Enron ili Parmalat.

Kod firme Enron, u transakcijama povezanih lica korišćena su SPVs u cilju distorzije finansijskih informacija za javnost. U slučaju Parmalat, menadžment koji je kontrolisala porodica koristio je transakcije povezanih lica u off-shore kompanijama.

Ne postoji globalni standard i pravila se baziraju na kombinaciji mehanizama obaveznog obelodanjivanja, upravnih odbora, glasanja akcionara i nezavisnih članova odbora.

Kada je reč o principima na kojima je zasnovana regulativa za transakcije sa povezanim licima, u SAD i Velikoj Britaniji postoje pravila koja prave razliku između materijalnih transakcija sa povezanim stranama i nematerijalnih transakcija sa povezanim stranama.

Postoji dužnost obelodanjivanja transakcija sa povezanim stranama na tržištu i može da se objavi dokument o takvim transakcijama, za šta je neophodno mišljenje kvalifikovanih nezavisnih procenivača i odobrenje odbora. Pravila koja se odnose na listirana preduzeća uključuju pravila koja regulišu transakcije kod kojih postoji sukob interesa i preduzeća moraju unapred da dobiju odobrenje od upravnog odbora za takve transakcije.

U Francuskoj ne postoji posebna regulativa za transakcije sa povezanim licima za listirana preduzeća. Neophodno je odobrenje upravnog odbora za transakcije u kojima učestvuju članovi uprave. Akcionari moraju unapred da obaveste odbor o transakcijama sa povezanim licima i moraju da daju odgovarajuće informacije o takvim transakcijama. Ponekad je neophodno da dobiju i mišljenje odbora. Zahtevi se ne odnose na svakodnevne transakcije pod tržišnim uslovima.

U Nemačkoj, opšta regulativa o sukobu interesa odnosi se na transakcije sa povezanim licima i uglavnom je bazirana na ulozi nadzornog odbora, koji mora da razmotri i odobri najveći broj ovih transakcija sa povezanim licima. Kodeks korporativnog upravljanja preporučuje da određene transakcije mora da odobri nadzorni odbor.

U Italiji postoji konkretan propis koji se odnosi na transakcije sa povlašćenim licima u listiranim preduzećima. Zakon je u procesu izmene i dopune i sadržiće zakonska rešenja gde je centralno mesto u zaključivanju i odobravanju transakcija sa povlašćenim stranama dato nezavisnim članovima odbora. Oni imaju obavezu da zaključuju transakcije sa povlašćenim stranama i moraju da imaju određena saznanja o tržištu na kome rade, zato što predstavljaju preduzeće u ovoj vrsti transakcija.

U SAD, listirane kompanije moraju da obelodane transakcije sa povlašćenim stranama u finansijskim izveštajima. Sve transakcije preko određene vrednosti i ostala dokumentacija se objavljuju. Postoji obaveza obelodanjivanja politike i procedure koje se odnose na transakcije sa povezanim stranama. Takođe postoje povezana pravila za listing preduzeća, koja su postavljena na federalnom nivou, uključujući pravila za korporacije, gde se zahtevaju posebna odobrenja od upravnog odbora. I dok je opisana regulativa bila efikasna pre krize, pitanje je koliko bi bila efikasna u rešavanju krize.

Mogući sukobi interesa članova uprave emitenta i njihova odgovornost

Sonja Bunčuč, docent Fakulteta tehničkih nauka Univerziteta u Novom Sadu i profesor na

Pravnom fakultetu Univerziteta Union u Beogradu, gde predaje berzansko pravo i bankarsko pravo, fokusirala se na domaću regulativu i domaće zakonodavstvo.

Akcionarska društva, emitenti u poslovanju usmereni su ka ostvarivanju što boljeg poslovnog rezultata, u čemu se oslanjaju na upravu društva. Članovi upravnog odbora i nadzornog odbora akcionara imaju obavezu da u vođenju poslova i zastupanju interesa društva prema trećim licima vode računa o interesima društva.

Pravnu zaštitu svog interesa imaju i akcionari pojedinačno, zaposleni, poverioci i razne druge grupe kojima se štiti opšti interes. Sudar različitih interesnih grupa može da dovede do mogućeg sukoba interesa članova uprave pri donošenju odluka koje su bitne za poslovanje društva i mogu da se odraze na vrednost akcija društva.

Ovako postavljen krug interesa o kojima uprava društva mora da vodi računa otvara i različite koncepte rešavanja odgovornosti u slučaju nastanka sukoba interesa. Dva najveća pravna kruga – anglosaksonski i kontinentalni – donose različite koncepte rada i odgovornosti uprave akcionarskih društava, tj. emitenta.

U anglosaksonskom pravu, pravila odgovornosti i dužnosti uprave razvila su se na sudskoj praksi, koja je odgovornost članova prosuđivala na osnovu standarda interesa društva. Obuhvaćena su standardom fiducijarne odgovornosti, koja u sebi obuhvata obavezu lojalnosti, dužne pažnje i obavezu obeštavanja.

U slučaju povrede obaveze članova upravnog i nadzornog odbora, na raspoložniju im stoji derivativna tužba – actio pro socio, dok pravo na podnošenje ove tužbe pripada svakom pojedinačnom akcionararu.

Njena primena uslovljena je u praksi, prethodnim podnošenjem zahteva samom društvu da preduzme odgovarajuće mere protiv člana uprave koji krši obavezu i da utvrdi da li postoji opravdanost podnošenja derivativne tužbe.

Za razliku od anglosaksonskog, u kontinentalnom pravnom krugu obaveze članova uprave ne prosuđuju se samo na osnovu centralnog interesa standarda i interesa društva. Zakonom se utvrđuje drugi sistem – standard postupanja članova uprave pri donošenju odluka, kao i postupak utvrđivanja odgovornosti za eventualni sukob.

Predvidljivost u pogledu zahtevanog ponašanja odražava načelo pravne sigurnosti. To ukazuje na izvesnu krutost sistema u odnosu na živi i rastući pritisak poslovne prakse.

Teži se ujednačavanju standarda i pravila ponašanja u oba pravna kruga.

U kontinentalnom pravnom krugu, tužba za utvrđivanje odgovornosti zbog eventualnog sukoba interesa stoji na manjinskim akcionarima, ukoliko skupština ili posebni zastupnici ne podnesu tužbu.

U poređenju zakonodavstvima uvodi se prethodni sudski postupak za ocenu osnovanosti podnošenja tužbe, u cilju sprečavanja eventualne zloupotrebe prava.

U Srbiji, Zakon o privrednim društvima i Zakon o tržištu hartija od vrednosti pravna su podloga i okvir za identifikaciju i analizu mogućih sukoba interesa članova uprave emitenta i njihove odgovornosti.

Materija sukoba interesa regulisana je članovima 31–42 ovog zakona. Dato rešenje je mešovita rešenja iz dva pravna kruga. Interes društva prihvaćen je kao pretežni interes koji se štiti, dok članovi uprave pri donošenju odluke moraju da poštuju propisani standard ponašanja. Zakonodavac je, nadahnut institutom fiducijarne odgovornosti za lica koja imaju dužnost prema društvu, a to su članovi upravnog i nadzornog odbora, uveo standard odstupanja pri donošenju odluka, koji obuhvata dužnost pažnje i pravilo poslovne procene ili procenjivanja, zatim, dužnost lojalnosti i zabranu konkurencije.

Dužnost pažnje ili pravilo poslovne procene znači da su članovi uprave dužni da vrše poslove

savesno, sa pažnjom dobrog privrednika, kao da vode svoj samostalni biznis.

Moraju braniti interes društva i uzdržati se od radnji koje mogu da nanesu štetu društvu. Na primer, da se akcionarima vrati ono što su uneli, da se izdaju akcije pre nego što su isplaćeni iznosi na koje su emitovane, da se donose odluke o upisivanju i sticanju zaloge akcija društva.

Za ove odluke članovi uprave odgovaraju po osnovu svakog oblika krivice, iz namerne i krajnje nepažnje i slično. Ovu odgovornost nazivamo pretpostavljenom odgovornošću.

Dužnost lojalnosti po našem zakonu znači da članovi uprave treba da ostanu verni društvu, čak i ako u pojedinim slučajevima imaju lični interes. Ta vernost društvu uvedena je kroz zabranu članovima uprave da koriste imovinu društva u ličnom interesu, da povlašćene informacije do kojih dođu koriste za lično bogaćenje, da zloupotrebjavaju poziciju društva za lično bogaćenje i koriste poslovne mogućnosti koje imaju za svoje lične potrebe.

Obaveza lojalnosti nalazi svoje oživotvorenje u daljim odredbama, koje govore o zabrani konkurencije.

Zbog velikog kruga zabrana kojima je formirana dužnost lojalnosti, ovom prilikom fokus je samo na povredi ove dužnosti, kroz aspekt zloupotrebe privilegovanih informacija.

Prvenstveno zato što na našim prostorima još uvek u praksi nije procesuirano kršenje prakse zloupotrebe privilegovanih informacija i nema presuda u kojima bi mogli da vidimo primenu pravila odgovornosti za ovako nedozvoljeno ponašanje.

Zato je ovde veoma interesantno pitanje odgovornosti.

Odgovornost insajdera, tj. pojedinih grupa lica, vezana je za postojanje pretpostavke o znanju o privilegovanim informacijama.

Tako su članovi uprave razvrstani u posebnu grupu i, po prethodno navedenoj dužnosti lojalnosti, dolazi se do zaključka da se na njih odnosi presumpcija znanja. Snose teret da dokažu suprotno.

U pravu Republike Srbije, zabrana zloupotrebe privilegovanih informacija sankcionisana je kao krivična i prekršajna. Pitanje je da li postoji mogućnost građansko pravne odštete odgovornosti lica koja su izvršila neku od zabranjenih radnji.

U slučaju da se izvrši neka od zabranjenih radnji, kao oštećeni mogli bi se pojaviti svi koji su učestvovali u trgovini hartijama od vrednosti po osnovu privilegovanih informacija.

Ali tu stoji prigovor – ugovor zaključuje samo jedan ili manji broj učesnika, iako se nesaopštavanje privilegovane informacije odnosi na veliki broj poslova.

Osnov za naknadu u ovim slučajevima mogao bi biti član 154. Zakona o obligacionim odnosima. Kao iznos stvarne štete mogla bi da se uzme razlika u ceni hartije od vrednosti pre i posle objavljivanja privilegovane informacije.

Pitanje odgovornosti uprave, članova upravnog i nadzornog odbora, ne iscrpljuje se na problemu zabrane trgovanja privilegovanim informacijama.

U teoriji, postavlja se pitanje da li se u slučaju odgovornosti članova uprave, pa i u slučaju postojanja sukoba interesa, radi o deliktnoj ili ugovornoj odgovornosti? Ili, da li se radi o konkurenciji ova dva osnova odgovornosti. Iako je u srpskom pravu postavljeno pravilo prema kome se pravne norme koje se odnose na vanugovornu odgovornost primenjuju i na ugovornu, ukoliko drugo nije propisano, prihvaćeno je stanovište o kumulaciji ovih osnova odgovornosti, prvenstveno radi zaštite interesa onih koji se koriste uslugama profesionalaca, tj. članova upravnog i nadzornog odbora.

Zakon o privrednim društvima propisuje režim odgovornosti navedenih subjekata, ali do sada njegova primena nije bila naročito izražena. Frekvencija postavljanja zahteva za odgovornost članova uprave zavisice od više faktora – veličine

kompanije, broja akcionara i vrste biznisa kojim se bavi kompanija. Povećano interesovanje za postavljane odgovornosti članova uprave i nadzornog odbora, prokurista za trgovačka društva, posledica je postepenog razvoja odgovornosti u domenu korporacije.

Upravljanje u Srbiji logična je posledica zrelije faze u promeni, još uvek tranzicionog, privrednog sistema. To zahteva od zakonodavca da ide korak ispred i da svojim rešenjima pokuša da razvije pitanje odgovornosti profesionalaca.

Kao ilustraciju značaja pitanja mogućeg pravca rešavanja pitanja odgovornosti članova uprave, može se navesti podatak da u zemljama u okruženju sve više narasta novi proizvod osiguranja – osiguranje od profesionalne odgovornosti, koji u razvijenim zemljama odavno postoji. Uvođenjem novog proizvoda u osiguranje možda bi se mogao prevazići faktor sporosti zakonodavca u rešavanju pitanja odgovornosti članova uprave i nadzornog odbora, olakšala bi se eventualna naplata štete oštećenih lica, koja bi nastala iz poslova povezanih sa sukobom interesa.

Da li će pomenuto biti mogući pravac ka rešavanju pitanja odgovornosti ili jedna stepenica ka sistemskom sagledavanju ovog pitanja, ostaće za raspravu u budućnosti.

SAD pred novom vrstom New Deal-a?

Sve je više ekonomista koji tvrde da je Amerika pred nekom novom vrstom modernog New Deal-a. Pošto država pokriva dugove velikih investicionih kompanija i osiguravajućih duštava, u krajnjoj instanci to plaćaju poreski obveznici. Sa druge strane, država povećava učešće u kapitalu nekih kompanija i postavlja se pitanje, da li je to nacionalizacija? U odgovoru na pitanje, panelista Kenneth Caputo ukazao je da je došlo do poboljšanja na tržištu kredita u SAD, do novih mogućnosti emitenata hartija od vrednosti, kao i da stopa libora-a pada. Izdavanje kredita od strane države funkcioniše nezavisno od vlasništva države u preduzećima. Iako preostaje da se prati razvoj događaja, reč je o dosta konzervativnom, pažljivom načinu da se reši krizna situacija, imajući u vidu značaj aktera koji učestvuju u krizi.

Pravna lica koja učestvuju u krizi i njenom rešavanju toliko su značajna, u smislu globalnih implikacija, da je državna intervencija verovatno dobar korak, iako ostaje da budućnost to potvrdi.

Izdavanje kredita povezano je sa novom regulativom, prerogativom ili novim formama regulative koje tek treba da se uspostave, ali možda još uvek nismo videli kraj kupovine loših kredita.

Jedna od ideja o kojoj se govori je izdavanje kredita za automobilsku industriju, što će biti bez presedana. Pitanje sa kojim se suočavaju SAD je General Motors, koji gubi gotovinu, na milijarde dolara mesečno. Jedno od pitanja je i da li da General Motors ide u stečaj. To bi moglo da ima veliki uticaj na globalno tržište, ne radi se samo o stotinama hiljada radnika General Motors, koji će biti u lošoj poziciji, već o proizvodnim i prodajnim lancima koji će uticati na 10%-15% društvenog proizvoda u SAD, uključujući industriju plastike, visoke tehnologije, industriju gume itd., u kojima može doći do zastoja rasta.

Govoreći o drugom velikom slučaju – Lehman Brothers, istaknuto je da likvidacija firme nije koštala ništa Korporaciju za zaštitu kredita. Program koji su SAD napravile za likvidaciju brokera i dilera jedinstven je, u smislu da ga ne plaća vlada.

SIPC je korporacija koja ima svoje članove, privatni, nevladini subjekt, koji je uspostavljen u skladu sa federalnim zakonom i koji nadzire federalne institucije. Novac dolazi od samih brokera i dilera i njihove industrije. Svi registrovani brokera i dilera su članovi SIPC i moraju da se registruju i uplaćuju određenu članarinu u fond, iz koga se plaćaju likvidacije brokera i dilera. Tako se postiže zaštita klijenata.

II PANEL

Redukcija rizika ili novi rizik – SPV (Special Purpose Vehicle)

Iako je reč o instrumentu specijalne namene, postavlja se pitanje da li je sa SPV rizik minimiziran ili se otvaraju novi rizici.

SPV ili instrument specijalne namene je legalni entitet, kreiran od strane firme transferom imovine na SPV radi sprovođenja određene ograničene aktivnosti ili niza takvih transakcija.

Najčešća pravna struktura je ograničeno partnerstvo, akcionarsko društvo, trust ili korporacija.

Važan aspekt SPV-a predstavlja zaštita investitora, kao i pravna pitanja i pravni rizici, s obzirom na to da kao pravni subjekti imaju ograničen period postojanja.

Nacrtn Zakona o sekjuritizaciji u Srbiji pokušava da reši neke od osnovnih pravnih problema u procesu sekjuritizacije, kao što je pristanak dužnika na prenos potraživanja ili poreski tretman prenosa potraživanja.

Rad „Strukturisano finansiranje: uloga SPV-a“, autora Saše Stefanovića, istraživača – saradnika Instituta ekonomskih nauka u Beogradu i asistenta na Fakultetu za bankarstvo i osiguranje i finansije pri Beogradskoj bankarskoj akademiji (na predmetima finansijska tržišta, korporativne finansije i investicije u hartije od vrednosti) i ko-autora, Tatijane Jovanić, asistenta na Pravnom fakultetu Univerziteta u Beogradu, rezultat je njihovog višegodišnjeg iskustva i rada u oblasti strukturisanog finansiranja i sekjuritizacije.

Kada je reč o SPV, ključna pitanja i rizici su pravne prirode, tako da je neophodna saradnja pravnika i ekonomista.

Strukturisane finansije su forma finansijskog posredovanja zasnovana na tehnologiji sekjuritizacije.

Sekjuritizacija je pretvaranje nelikvidnih potraživanja u likvidne hartije od vrednosti, kojima se može trgovati na finansijskom tržištu. Koncept je nastao 1970-ih godina, emitovanjem prenosnih hipotekarnih hartija od vrednosti.

Ovaj koncept se kasnije usavršavao, sve do današnjih veoma kreativnih formi, pa je tako strukturisano finansiranje širi naziv za sekjuritizaciju. Ono uključuje objedinjavanje nelikvidne aktive u pul i prodaju potraživanja na novčane tokove iz aktive ili od kredita.

Obično se emituje nekoliko tranši hartija od vrednosti, koje imaju različit profil rizika i prinos. Pul aktive koji služi kao kolateral, tj. obezbeđenje emisije, pravno je odvojen od bilansa stanja in-

stitucije koja je prvobitno odobrila kredite, odnosno, od prvobitnog vlasnika aktive. Aktiva u pulu varira od gotovinskih instrumenata do sintetičke izloženosti.

Strukturisano finansiranje uključuje dva tipa sekjuritizacije. Prvi je sekjuritizacija sa prenosom potraživanja (off balance sheet) ili prava, tradicionalna sekjuritizacija. Drugi vid je sintetička sekjuritizacija, gde SPV ima drugačiju ulogu.

Danas se strukturisano finansiranje, kao forma finansijskog posredovanja, definiše pomoću tri ključne karakteristike.

Prva je grupisanje aktive, koja se kreira na osnovu gotovine ili sintetički. Prekid veze kreditnog rizika pula koji služi kao obezbeđenje od kreditnog rizika originatora, institucije prvobitnog vlasnika aktive, obično se vrši putem transfera aktive u SPV, prenosioca posebne namene – special purpose vehicle.

Postoji veliki broj različitih SPV-a, kao i definicija i objašnjenja, slično sekjuritizaciji, koja u kontekstu teme rada predstavlja emisiju hartija od vrednosti na bazi nelikvidnih finansijskih instrumenata.

Drugo, SPV je pravno lice koje ima specifičnu i ograničenu svrhu i često ograničen rok trajanja, sa namenom da emituje hartije od vrednosti i izoluje kreditni rizik aktive od kreditnog rizika originatora.

Treća i ključna karakteristika je tranširanje pasive – pretvaranje hartija od vrednosti koje se dobijaju kao rezultat u više klasa hartija od vrednosti. Ključna karakteristika tranširanja je mogućnost distribucije gotovinskih tokova koji se dobiju od grupe aktive različitim grupama investitora sa različitim sklonostima ka riziku. Kao rezultat, rizik se transformiše u klase hartija od vrednosti sa različitim nivoima rizika, koje su dalje pogodno za obavljanje nekih vrsta transakcija.

Pomenute hartije od vrednosti nazivaju se „asset backed securities“. U literaturi vlada konfuzija oko toga šta su ABS. Većina autora navodi da se hartije od vrednosti obezbeđene aktivom mogu podeliti u tri grupe (što ne važi u SAD):

1. MBS – mortgage backed securities, hartije od vrednosti obezbeđene hipotekom ili hipotekarne založnice.
2. ABS – u užem smislu obuhvataju hartije od vrednosti emitovane na bazi potraživanja po osnovu kreditnih kartica, lizinga, automobilskih kredita itd.

3. CDO – collateralized debt obligation, kolateralizovane dužničke obligacije, imaju više grupa i mogu nastati na osnovu korporativnih kredita, korporativnih obveznica, kao i MBS ili ABS na bazi bilo koje vrste potraživanja koje se zasniva na novčanim tokovima.

Ko su učesnici, kakav je proces i koja je uloga SPV-a?

Postoji više učesnika u samom procesu. To su, pre svega, dužnici – lica koja uzimaju kredite, zatim, originatori – lica koja odobravaju kredite, SPV, garanti, serviseri, poverenici i, na kraju, investitori. Uključuju se i drugi učesnici, kao što su aranžeri, menadžeri aktive i rejting agencije.

Proces funkcionise tako što kreditne institucije odobravaju kredite ili su vlasnici aktive, radi određenih ciljeva, koji su im često omogućeni regulatornim uslovima. Na primer, da mogu što pre doći do prodatih potraživanja i do novih sredstava kako bi proširili kreditne aktivnosti na primarnom tržištu. Pitanje regulisanja – takvom prodajom poraživanja, mogu sa manje aktive da finansiraju svoje poslovanje, što dovodi do poboljšanja njihovih poslovnih performansi. Povećavaju i prinos na aktivu i prinos na sopstveni kapital.

Originator na početku procesa, tj. inicijator sekjuritizacije, može da osnuje svoj SPV, pravno odvojen, ili može da proda potraživanja investicionoj banci ili drugoj instituciji, koja može da formira svoj SPV, koji je pravno odvojen.

Nakon prodaje, SPV dalje emituje hartije od vrednosti koje podležu rangiranju, što je bitno imajući u vidu da dolazi do prekida kreditnog rizika između originatora i aktive. Hartije od vrednosti koje nastaju u procesu u početku nemaju rejting – radi se o neregistrovanoj aktivi. Da bi investitori ulagali, potrebno je da imaju podatke o kreditnom riziku. Stoga je neophodno da se u ceo proces uključi rejting agencija.

U kompleksnijim transakcijama, originatori koriste aranžere, koji omogućavaju identifikovanje i strukturisanje aktive. Može se uključiti i menadžer aktive, uz obaveznu kontrolu usaglašenosti i dokumentacije od strane poverenika (trustee). Za prikupljanje novčanih tokova, za administraciju i prosljeđivanje novčanih tokova od dužnika preko SPV na investitore, stara se serviser.

Bitan akter je i garant, zbog poboljšanja aktive. Rejting aktive više ne zavisi od rejtinga originatora. Hartije od vrednosti koje emituje SPV

mogu imati dramatično viši rejting nego institucija inicijatora kojoj omogućava da se jeftinije finansira na finansijskom tržištu.

Da bi se ulagalo u hartije od vrednosti, rejting agencije daju mišljenje, tj. osnivač SPV traži mišljenje rejting agencije.

Da bi poboljšale kvalitet aktive koja se sekjuritizuje, institucije često primenjuju razne forme kreditnog poboljšanja, što je pored rejtingovanja jedan od ključeva uspeha transakcije.

Da bi se poboljšao kvalitet aktive, mogu se koristiti razne metode. Pre svega, uvođenjem garanta, tj. preko osiguranja tranši od gubitaka. Aktiva ili pojedini delovi aktive mogu da se osiguraju kod osiguravajuće kompanije. Češće forme uključuju metod internog kreditnog poboljšanja, kao što je, pre svega, prekomerna zaloga (*overcollateralization*) – gde se u okviru 120 miliona dolara hartije od vrednosti emituju u iznosu od 100 miliona dolara, dok 20 miliona dolara služi kao pokriće od gubitka. S druge strane, formiraju se subordinativne strukture.

U praksi, u okviru pula, ima više tranši i svaka tranša ima svoj specifičan rizik. Investitori investiraju u određene tranše, u zavisnosti od sklonosti ka riziku. To znači da je moguće od bilo kakve aktive formirati nekoliko klasa, od kojih će jedna, u zavisnosti od kreditnog poboljšanja, trpeti najmanje gubitke i imaće prioritet u isplati novčanih tokova. Može biti rejtingovana po kriterijumima rejting agencija sa AAA.

U novije vreme, bilo je moguće koristiti takozvane nindža kredite, koji su aktuelni na neagencijskom američkom hipotekarnom tržištu. (Američko hipotekarno tržište podeljeno je na agencijsko i neagencijsko – finansijska kriza desila se na svega 16% tržišta tokom 2007. godine, da se desila na 100% tržišta, posledice bi bile mnogo teže, zato što se radi o 7 do 8 hiljada milijardi dolara.) Nindža krediti (bez prihoda i imovine) mogli su da posluže za formiranje hartija od vrednosti. Konsekventno – i od posebnih tranši, koje kupuju različite institucije, moguće je formirati nove hartije od vrednosti, koje se mogu rejtingovati sa AAA, sve do poslednje tranše, koju obično otkupljuju banke inicijatori.

Snažan domino efekat proizvela bi situacija u kojoj bi došlo do problema sa naplatom hipotekarnih kredita, prvenstveno u Kaliforniji. Danas su finansijski sistemi veoma povezani i mnogi investitori u hipotekarne hartije od vrednosti koje dolaze iz SAD.

SPV su mnogo više pravno pitanje nego ekonomsko. Da bi se rešile dileme u Srbiji, poželjno je sačekati režime i regulatorna rešenja koje će ponuditi SAD i razvijena evropska tržišta, kako bi se dopunio postojeći zakon i sprečili eventualni problemi koji bi mogli nastupiti ako dođe do sekjuritizacije u Srbiji.

Uprkos krizi na svetskim finansijskim tržištima, sekjuritizacija je sjajan koncept, a glavni uzrok poremećaja ogromnih razmera je najstrašniji moralni hazard koji se desio u istoriji finansijske. Banke su zloupotrebile informacionu asimetriju i odobravale loše kredite, za koje su znale da mogu da ih prodaju drugim učesnicima. Lošu aktivu, loše kredite, pakovale su i prodavale dalje. Među uzrocima su i višestruki sukobi interesa, nedorečenost regulatora, itd.

Jedna od ključnih opasnosti strukturisanog finansiranja je problem moralnog hazarda. Sekjuritizacija se zasniva na višestrukim odnosima poverenja između učesnika, kojih je danas mnogo, tako da je narušeno poverenje u ceo finansijski sistem. Kao posledica, transakcije strukturisanih finansija beleže veliki pad, iako se sam koncept zasniva na veoma izdržljivom sistemu, veoma je dobar i ima svoju budućnost.

Sa stanovišta statusa, SPV može biti korporacija, najčešće privredno društvo ograničenog trajanja, zatim trust (pravna forma koja kod nas ne postoji), kao i društvo za upravljanje trustom, partnerstvo organičnog tipa, društvo sa ograničenom odgovornošću, fond posebne namene, itd. Rede je zavisno lice učesnika u transakciji, češće odvojeno privredno društvo. Pod izvesnim

uslovima, ako dođe do pravnih događaja, može se smatrati i zavisnim pravnim licem.

U različitim zemljama postoje posebni propisi o statusu SPV. Najčešće su SPV u obliku fondova i društava za upravljanje fondovima. To je naročito karakteristika romanskog pravnog područja i kontinentalne Evrope. Cilj je da se uspostavi poseban režim osnivanja, upravljanja stečajem i likvidacije SPV, kako bi se olakšao postupak formiranja.

Sa stanovišta pravnih pitanja i pravnih rizika, važno je da su SPV privredni subjekti kreirani za određene svrhe i, najčešće, vremenski ograničenog perioda poslovanja. Služe za obavljanje određene transakcije i ništa više od toga. SPV mora biti jako dobro pravno regulisan.

Krug osnivača, lica koja se smatraju inicijatorima transakcije i servisima, u kontinentalnoj Evropi najčešće je ograničen na finansijske institucije, što nije slučaj u SAD, iako i u pojedinim zemljama Evrope ima primera da nije ograničen samo na finansijske institucije. U Srbiji, predlogom nacrtu Zakona o sekjuritizaciji, iz januara 2008. godine, krug osnivača ograničen je na finansijske institucije, uz obrazloženje NBS.

Ograničen krug aktivnosti SPV proizlazi iz potrebe da imovina SPV bude izolovana od imovine ostalih učesnika u postupku sekjuritizacije, da bi se obezbedila pravna sigurnost investitora. Organizacioni oblik fondova, koji će i u Srbiji biti zastupljen, obezbeđuje najbolju zaštitu u pogledu efekata stečaja, kao i poretka neutralnosti.

Kada su u pitanju zahtevi u pogledu kapitala SPV, često se smatra da su osnivački uložni u SPV garancija za investitore, iako nisu. Dobici investitora zavise isključivo od novčanih tokova koji nastupaju iz otplate određenih potraživanja.

Često se traži dozvola za obavljanje nadzora nad SPV. U kontinentalnoj Evropi i u Srbiji, predlog je da licencu izdaje Komisija za hartije od vrednosti, kao za posebnu aktivnost. U SAD, regulativa je bila manje striktna, što neće biti slučaj posle promena koje su toku.

Kod tehnike prenosa potraživanja, ključna stvar je da se izvrši prava prodaja, tj. da se izvrši izolacija prenetih potraživanja od svih učesnika u transakciji. To je praćeno brojnim formalnostima, vezanim za sam postupak, počev od pristanka dužnika, sve do drugih zahteva od strane regulatora. Zasebni pravni položaj SPV i odvojenost od učesnika, podrazueva ne samo razdvajanje finansijskog poslovanja, tj. odsustvo konsolidovanih finansijskih izveštaja sa inicijatorom, već i odsustvo mogućnosti da subjekti koji učestvuju u transakciji utiču na bitne odluke o upravljanju SPV. Samo tako se obezbeđuje da investitori budu sigurni, da će dobiti novčane tokove u koje su investirali. Pitanje različito rešavaju različiti sistemi. Dok je u SAD pomenuto više pitanje ugovora, u kontinentalnoj Evropi, mnogo češće postoje specijalizovani zakoni koji regulišu ovu oblast, obično zakoni o sekjuritizaciji.

Prava prodaja kod SPV omogućava da se imovina SPV ne smatra imovinom inicijatora, tako da, ako inicijator ode u stečaj, ne bi smelo da dođe do povezivanja aktive SPV i novčanih tokova koji su preneti u SPV sa stečajnom masom inicijatora. Većina zakona veoma dobro reguliše ovaj problem, u smislu da je postignuta stečajna izolovanost.

U tom pogledu, fondovi posebne namene mnogo su bolji nego privredna društva.

Finansijska podrška učesnika u transakciji, pre svega inicijatora, može da predstavlja dokaz o povezanosti i da ugrozi pretpostavku stečajne izolovanosti SPV. Ne bi smelo da dođe do bilo kakve podrške SPV, uključujući finansijsku, od strane inicijatora, koja bi mogla da predstavlja dokaz o povezanosti.

Poreska neutralnost jedan je od bitnih ciljeva, što dramatično pojeftinjuje postupak sekjuritizacije, koji je relativno skup. Smatra se da se troškovi sprovođenja postupka kreću od 5% do 6% ili, u Evropi, 1% iznad euribor-a.

Sekjuritizacija je zahtevan postupak u pogledu informatičke podrške, u pravnom i u svakom

drugom smislu. U Evropi se smatra da sve transakcije ispod 100 do 150 miliona evra, u zavisnosti od tipa aktive, nisu isplative.

U Srbiji, prema Korporaciji za osiguranje kredita, ima preko milijardu i 200 miliona hipotekarnih kredita. Da su se stvorili uslovi, moglo je da se realizuje najmanje 10 transakcija, čime bi se unela likvidnost u sistem. Posebno pitanje je ko bi investirao u hartije od vrednosti u uslovima finansijske krize. Možda država? I da li bi NBS odobrila tako nešto s aspekta inflacije?

U slučaju prenosnih (*pass through*) hartija od vrednosti, obično transakcije ne podležu oporezivanju. U slučaju „pay through“ transakcija sa tranširanjem, strukturisanjem itd., zakonodavci često predviđaju razne vidove oporezivanja. Kada odobre poreska oslobođenja, zakonodavci postavljaju posebne zahteve.

Na hipotekarnom tržištu SAD postoje, kao pravna forma, „real estate mortgage investment conduits“, koji se jednostavnije zovu *remits*. Većina hipotekarnih hartija od vrednosti emitovana je pod tim statusom, naročito na agencijskom hipotekarnom tržištu, koje je pod čvrstom kontrolom države. Poslednjih godina, kontrola je manje stroga i država je odobrila investiranje u razne vrste hipotekarnih kredita, iako ne po tradicionalnim, čvrstim standardima, kao i kredite sa fiksnom kamatnom stopom.

SPV postoji i u Srbiji, iako se ne koriste u strukturisanom finansiranju, već u okviru „project finance“, gde nema emisije hartija od vrednosti (građevinari i bankari koji se bave poslovima povezanim sa projektnim finansiranjem upućeni su u većoj meri).

U nacrtu Zakona o sekjuritizaciji potraživanja, iz januara 2008. godine, SPV-ovi su regulisani statusno pravno, kao i društva za upravljanje fondovima sekjuritizacije. SPV znači društvo sa ograničenom odgovornošću, koje upravlja jednim ili više fondova sekjuritizacije, slično društvu za upravljanje investicionim fondovima, koje ima nekoliko fondova.

Regulisan je i status inicijatora transakcije. U Srbiji to mogu biti finansijske institucije. NBS nadzire finansijske institucije, banke, osiguravajuće kompanije, lizing kompanije. Krug inicijatora može kasnije da se proširi, u skladu sa potrebama.

Zakonom je regulisan osnovni kapital, koji iznosi 100.000 evra. Iznos je relativna kategorija i služi za dokazivanje određene ozbiljnosti, likvidnosti i solventnosti aktera koji ulaze u transakciju. U svetu, zahtevani iznosi variraju od 1000 evra (Irska), do 250.000 evra (Rumunija).

Definisana je uloga Komisije za hartije od vrednosti, koja bi bila regulator.

Kada se postavljalo pitanje o tome koliko bi ljudi bilo potrebno da Komisija za hartije od vrednosti reguliše vanbilansnu i sintetičku sekjuritizaciju, mišljenja vodećih stručnjaka kretala su se oko, minimum, 40 ljudi, uglavnom pravnika i, u manjoj meri, ekonomista.

Pitanje SPV mnogo više je pravne prirode nego ekonomske.

Nacrt Zakona nastoji da reši neke od osnovnih pravnih problema koji se pojavljuju u procesu sekjuritizacije. Pitanje pristanka dužnika na prenos potraživanja rešeno je tako što se dužnici samo obaveštavaju. Za poreski tretman prenosa potraživanja, rešenje je da se na prenos potraživanja u SPV ne bi plaćao porez na dodatnu vrednost, što bi olakšalo transakcije.

U odgovoru na pitanje da li u pravnom sistemu Srbije postoje lica koja mogu da se bave ovim poslom, imajući u vidu da, prema odluci NBS, banke mogu da svoja dospela potraživanja ustupe pravnom licu u Republici Srbiji koje se bavi finansijskom delatnošću, gospodin Stefanović je istakao da se SPV odnose na nedospela potraživanja, za razliku od faktoringa, čiji su predmet dospela potraživanja, što ne ulazi u temu Konferencije.

Kada je reč o pravnoj formi i pravnom životu SPV-a, koautor rada, Tatjana Jovanić, ukazala je da se nacrtu Zakona o sekjuritizaciji zameralo da

uvodi američki model, što nije tačno. U SAD postoje „orphan companies“ ili SPV-ovi koji nemaju lokaciju, zaposlene, zasnovani su na bazi ugovora, kada se osnivač odriče eventualne mogućnosti da iniciraju likvidaciju. U anglosaksonskom pravu ne postoje jasni parametri, SPV su organizovani kao ograničena partnerstva, ali reč je o podeli američkog prava na „unlimited partnerships“ i „limited partnerships“. „Unlimited partnerships“ slična su domaćim ortačkim društvima, ali „limited partnerships“ ne mogu da se podvedu pod društva sa ograničenom odgovornošću, već teorijski podsećaju na takozvana komanditna društva. Kontinentalni odgovor na anglosaksonske trustove su fondovi.

Kako je predviđeno u nacrtu Zakona o sekjuritizaciji, društva za upravljanje fondovima sekjuritizaciji veoma podsećaju na društva za upravljanje investicionim fondovima, a sam fond vrlo podseća na investicioni fond, ali je pravni režim različit. Stoga je postojala potreba da se donese *lex specialis*. Domaći pravni sistem, građansko pravo, najviše liči na romansko pravo. Domaći Zakon o obligacionim odnosima zasnovan je na švajcarskom Zakonu o obligacionim odnosima, koji spada u romansko pravo.

Problem je u celishodnosti sekjuritizacije, što je ekonomsko pitanje. Da li nama sada treba sekjuritizacija ili posao možemo da završimo kroz hipotekarne obezbećivače, kao što je u Bugarskoj donet zakon o hipotekarnim obezbećivačima, koji je omogućio neku vrstu sekjuritizacije, koja najviše liči na nemačku sekjuritizaciju, tj. Pfanbrief model hipotekarnih obezbećivača.

Nacrt Zakona o sekjuritizaciji podseća na portugalski, španski, belgijski, francuski i luksemburški zakon. Predstavlja pokušaj da se obuhvate svi pravni rizici koji se mogu pojaviti u građanskom pravu romanskih zemalja.

Kad bi neko hteo da formira SPV na osnovu ugovora, mogao bi na osnovu člana 4. Zakona o privrednim društvima, koji omogućava da se osnivačkim aktom predvidi da društvo traje određeno vreme do nastanka određenog događaja ili ostvarenja određenog cilja, da se ugovornim odredbama dogovori da niko neće inicirati likvidaciju. Zakon o stečaju ima norme imperativne prirode i bilo je potrebno da se kao i u Francuskoj, Portugalu, Belgiji i Luksemburgu donese zakon koji bi bio *lex specialis*.

Lex specialis derogat lex generalis, tako da se kroz kreaciju fonda i društva za upravljanje klasični režim privrednih društava zaobilazi i na taj način, pruža zaštita serviseru, poveriocima i dužnicima, čija prava su prenetna. Domaćem pravnom okviru najviše bi odgovarao koncept fonda sa društvom za upravljanje fondovima sekjuritizacije.

Moguće je i da se u praksi strukturiranog finansiranja, odnosno finansiranja projekata, koriste neke forme SPV-a, gde je banka sa jedne strane, sa druge strane investitori, da bi se osnovalo privredno društvo privremenog karaktera, do izgradnje određenog objekta.

Osnivački ulog, nenovčani SPV koji se koristi za izgradnju je lokacija, tako se izbegava plaćanje poreza na prenos date lokacije. Kad se završi izgradnja, prenese se udeo društva na investitora. Ovdje društvo ne može da emituje hartije od vrednosti.

Na pitanje o razlikama između vanbilansne i sintetičke sekjuritizacije, Saša Stefanović je najpre istakao da bi dobar zakon, primenljiv u postojećim uslovima, dao pravnu sigurnost učesnicima.

Zakon o sekjuritizaciji predvideo je dve forme sekjuritizacije – vanbilansnu, sa prenosom potraživanja, i sintetičku, gde se ne vrši prenos potraživanja, stanja inicijatora ostaju u bilansu, ali aktiva je zaštićena od gubitka od strane SPV, putem kreditno vezane menice ili „credit default swaps“. Istovremeno, SPV emituje hartije od vrednosti i štiti aktivu sa jedne strane. Taj tip sekjuritizacije nije zastupljen u SAD. Već nekoliko decenija funkcioniše vanbilansna sekjuritizacija. Zastupljena je u evropskom području, naročito u Nemačkoj i Francuskoj, gde zakonodavstva nisu dozvoljavala prenos potraživanja izmeštanjem iz bilansa stanja.

Kod sintetičke sekjuritizacije, pravna pitanja nisu bila najznačajniji razlog za zadržavanje u bilansima, već činjenica da provizije menadžera zavise od veličine aktive u bilansima, koji tako nisu imali volje da izmeštaju aktivu.

U Evropi, vanbilansna sekjuritizacija podjednako je razvijena kao i sintetička. Obe vrste sekjuritizacije, kao i svi poslovi sa kreditnim derivatima, beleže osetan pad. Posle sređivanja situacije u svetskim finansijama i poboljšanja regulative, sekjuritizacija će nastaviti svoju ekspanziju.

Zvanično u Srbiji, sekjuritizacija se ne dovodi u pitanje, već se postavlja pitanje vremena i načina uvođenja.

Na nacrtu Zakona o sekjuritizaciji urađeno je mnogo i on će u dogledno vreme ući u skupštinsku proceduru. Osnovno pitanje je da li mu je vreme? Mišljenja najšireg kruga stručnjaka razlikuju se i nema jedinstvenih stavova. Da li sačekati kraj aktuelne finansijske krize i njeno razrešenje ili uvoditi sekjuritizaciju ranije? Pomenuto je više pitanja, preferencija banaka, države i naročito Narodne banke Srbije. Nije moguće precizno odrediti kada će se uvesti, ali može se sa sigurnošću očekivati.

Prema mišljenju Tatjane Jovanić, sa pravne tačke gledišta, neophodno je popraviti citav pravni okvir regulisanja tržišta hartija od vrednosti. Nacrt Zakona o sekjuritizaciji ostavlja Komisiji za hartije od vrednosti da propiše postupak sintetičke sekjuritizacije. Zakon o tržištu hartija od vrednosti samo uređuje standardizovane i finansijske derivate. Kod sintetičke sekjuritizacije, u 90% slučajeva koriste se kreditni derivati, od kojih su 99% nestandardizovani i na njih se ne primenjuje Zakon o tržištu hartija od vrednosti.

Da bi se kvalitetan Zakon o sekjuritizaciji primenio, potrebno je pogledati ostale sistemske zakone, na prvom mestu, Zakon o tržištu hartija od vrednosti i, posebno, ovlašćenja Komisije za hartije od vrednosti. Neophodno je unaprediti njen položaj i njena ovlašćenja. Postojeći Zakon o hartijama od vrednosti ne poznaje nestandardizovane finansijske derivate.

Saša Stefanović je istakao da bi instrumenti bazirani na hipotekarnim kreditima, naročito onim koji su osigurani kod Nacionalne korporacije i koji su u skladu sa standardima, gde su stope nenaplativosti vrlo male, dobro došli menadžerima portfolija, zato što bi imali siguran finansijski instrument, sa stopama prinosa većim 2% do 3% u odnosu na obezbećivače Republike Srbije, što bi omogućilo popravljavanje performansi investicionih i penzionih fondova. Sa stanovišta regulative, u doglednom periodu i uz doradu ostalih zakona i kompletiranje Zakona o sekjuritizaciji, moglo bi da dođe do pozitivnih efekata na domaći finansijski sistem.

Jummy Barton, finansijski savetnik USAID, koji ima 29 godina iskustva u Agenciji za kontrolu valute Ministarstva finansija SAD, u okviru razlaganja o projektima podrške ekonomskom razvoju Srbije fokusirao se na neke od rizika zbog kojih se koristi SPV, posebno sa stanovišta regulatora banaka.

SPV-ovi su bili važan deo korporativnih finansija u poslednjih nekoliko decenija. Kada se pravilno koriste, dosta su korisni u strukturisanom finansiranju. Najčešće se koriste za sekjuritizaciju aktive, za udruživanje više preduzeća, za izolovanje dela aktive ili poslovanja preduzeća. Takođe, veliki broj preduzeća koristi SPV za različite strateške ciljeve, uključujući niz pravnih strateških ciljeva. To omogućava preduzeću da izostavi aktivu sa bilansa i po računovodstvenim standardima smanjenje troškova finansiranja i redistribuciju rizika i kapitalnih zahteva.

Sa stanovišta rizika, korišćenje SPV nije inherentno ni dobro ni loše, u odnosu na rizik. SPV je samo instrument i od načina na koji se koristi zavisi da li će uticati na rizik biti pozitivan ili negativan.

Faktori koji utiču na rizik kod korišćenja SPV-a uključuju pravni sistem, strukturu SPV-a, način upravljanja i način rada SPV-a.

SPV-ovi ne povećavaju agregatni rizik u sistemu, već pomažu da se distribuira rizik u okviru

finansijskog sistema. Zloupotrebe na finansijskom tržištu, u koje su bili uključeni SPV-ovi, nanese su štetu legitimnim SPV transakcijama. Primer je firma Enron, koja je koristila SPV da zavarava investitore i da prikrije odgovornost.

Potreba za odgovarajućim nadzorom SPV-a postoji, zato što je neophodno da se obezbedi belodanjanje informacija potencijalnim investitorima i klijentima u transakcijama sa hartijama od vrednosti i da bi se sprečile zloupotrebe u upotrebi SPV-a.

Sa stanovišta rizika upotrebe SPV-a, važan je sveobuhvatan i jasno određen pravni sistem, koji omogućava njihovo korišćenje. Posebno značajna su sledeća pitanja – da li pravni sistem prihvata prenos potraživanja, da li priznaje prenos potraživanja u postojećem pravnom sistemu kada se sredstva ili potraživanja prenose na SPV, da li je prenos prava efektivan, da li pravni sistem priznaje SPV i prava investitora, da li pravni sistem dozvoljava korišćenje različitih vrsta povećanja kreditnog kvaliteta, da li sistem dozvoljava kreiranje hartija od vrednosti i da li se rezultati stečaja mogu predviđati?

Važno je da se napravi procena pravnog sistema i da se osigura zaštita SPV-a, u skladu sa zakonima i pravima investitora, u postojećem zakonskom okviru.

Sa stanovišta strukture, SPV je sredstvo, instrument za posebne namene, koje je osnovano radi obavljanja užeg ili povremenog poslovnog cilja. Mogu da se osnivaju u različitim formama, kao trustovi, korporacije, ograničena partnerstva društveno ograničene odgovornosti, itd.

SPV je pravno lice osnovano od strane neke kompanije, koje je poznato kao originator, inicijator ili sponzor SPV-a, radi određene aktivnosti, transakcije ili niza transakcija. SPV nema ni jednu drugu namenu osim transakcije za koju je osnovan.

Ova pravna lica ne mogu da donose nikakve materijalne odluke, a pravila koja se odnose na SPV izuzetno su dobro utvrđena i regulišu precizno njihove aktivnosti. Niko ne radi za SPV i SPV nema sedište. U nekim slučajevima, dobro je da se sredstva izoluju sa bilansa kompanije, što može da se uradi preko SPV-a.

U slučaju preduzeća koja hoće da strukturiraju transakcije, njihova pasiva i aktiva mogu da se izostave i prenesu iz njihovog bilansa stanja. Njihove administrativne funkcije vrši poverenik na osnovu unapred utvrđenih pravila, pravila za distribuciju gotovinskih sredstava.

SPV je samo jedan aranžman za servisiranje i trebalo bi da bude strukturisan tako da ne može da ode pod stečaj.

U poslednjih 20 godina, najčešći razlog za korišćenje SPV-a je smanjenje troškova kapitala, tako što se dug prebaci iz bilansa stanja i finansiranje sredstva je jeftinije nego što bi kompanija inicijator mogla da finansira.

Kompanija predaje aktivu SPV-u, koji je kreiran radi određene funkcije, radi kupovine akcija. Potreban je procentualni nivo kapitala nezavisne treće strane, koji predstavlja pravno vlasništvo nad kapitalom.

Investicija mora da bude pod rizikom i procenat uloga određuje se na osnovu tržišne vrednosti aktive koja se transferiše u SPV, koji plaća za aktivu izdavanjem hartija od vrednosti investitorima na tržištu kapitala. Hartije od vrednosti mogu da nose fiksnu ili varijabilnu kamatu. Najčešće imaju visok rejting i mogu da privuku različite investitore. Kamata i glavnica za hartije od vrednosti plaćaju se prilivom od aktive kupljene od strane SPV. Nije retko da SPV proširuje kapital da bi se poboljšao rejting koji se dobija od rejting kompanije.

Sekjuritizacije u poslednjih nekoliko godina realizovane su preko SPV-a, koje su izdavale hartije od vrednosti na osnovu gotovinskih tranši, sa različitim nivoim rizika, u zavisnosti od toga koja se tranša finansira.

Da bi se postigao vanbilansni tretman, SPV mora da bude u stanju da prenese rizik.

Glavni problem upotrebe SPV nije to da li može da se koristi za strukturisanje transakcije, već

da li SPV može da se strukturise ili može da funkcioniše na način koji omogućava da se aktiva i pasiva uklone iz bilansa sponzora.

Osnovna karakteristika SPV je izolacija. Ukoliko firma sponzor uđe u stečaj, stečaj se ne odnosi na aktivu SPV, koji nikad ne može da bankrotira i da ode u stečaj, naročito ako se SPV odrekne prava da dobrovoljno pokrene proceduru za stečaj. Jedini način da se ukloni rizik je da SPV bude dužnik, da bi mogao da bude što više izolovan od stečaja i njegove aktivnosti moraju da budu limitirane. Može da bude samo struktura za izdavanje dužničkih hartija do određenog limita. Pre nekoliko godina, standardi su imali iste karakteristike za SPV, na primer, ograničenje sredstava moći i aktivnosti, ograničenja zabrana za ukрупnjavanje, likvidacije i prodaju aktive. Kada je reč o uslovima za razgraničenje, SPV i nezavisni direktori i ostali funkcionalni ekvivalenti mogu da ispune uslove za dobrovoljni stečaj. SPV takođe može da se dogovori sa kreditorima da oni dostave dobrovoljni zahtev za stečaj. To su

strukture koje omogućavaju što bolju izolaciju od stečaja.

Ukoliko postoji odgovarajući pravni sistem i kada je SPV strukturisan na pravi način, rizik je ograničen. Pravila koja se odnose na SPV moraju da budu postavljena unapred i moraju pažljivo da odrede sve aktivnosti SPV.

Najpoznatija upotreba SPV je u sekjuritizaciji aktive od strane korporacija i finansijskih kompanija. Na žalost, postoje i slučajevi privatnih MBS, a trenutno postoje problemi sa korišćenjem SPV i radi se na promenama zakona. SPV-ovi će sigurno nastaviti da se koriste za sekjuritizaciju aktive, zato što postoje dobri korporativni razlozi za njihovu upotrebu.

Budućnost korišćenja SPV-a zavisi od reformisanja pravila njihovog korišćenja. Procena je da će doći do promena u korišćenju, kao i promena transakcija na vanberzanskom tržištu, u pravcu povećanja transparentnosti.

Kod tradicionalnog modela, pored najvećeg kreditnog rizika za banke, postoje i drugi rizici –

primarni rizik za kapital i rizik koji banka preduzima dajući kredit dužniku. Ako banka sekjuritizuje grupu zajmova, rizik se smanjuje. Banka mora da postigne računovodstveni standard da se rizik prebaci na investitore preko SPV-a. Kapital banke i aktiva banke više nisu pod rizikom povezanim sa rezultatima zajmova, zato što su sekjuritizovani.

Banka sponzor izložena je riziku reputacije. Postoji strateški rizik i kreditni rizik. Ako se dovede u pitanje reputacija, zato što zajmovi neće imati očekivane rezultate na tržištu, i ukoliko investitori budu morali da prodaju druge zajmove iz svog portfolija ili da se smanji likvidnost koja je dostupna banci, banka uglavnom zadržava servisiranje zajmova i zadržava odnose sa klijentima, dok SPV može da bude koristan instrument u strukturisanom finansiranju ako se dobro koristi.

SPV-ovi nisu ni dobri ni loši kad govorimo o riziku, pod uslovom da postoji odgovarajući pravni sistem, da su transakcije dobro strukturisane i da se njima dobro upravlja.

III PANEL

Socijalno odgovorne kompanije – investicija koja pravi razliku

Da li su i zašto investitori sve privrženiji kompanijama koje se u borbi za profit rukovode i podizanjem opšteg kvaliteta života, i kako i koliko su povezane klimatske promene i berzanski poslovi? Šta su socijalno odgovorne kompanije i koje prednosti donosi društveno odgovorno poslovanje?

Prvi korak ka društvenoj odgovornosti je negovanje kulture socijalnog dijaloga u kompaniji, briga o zaposlenima i zaštita njihove sigurnosti i zdravlja. Sledeći korak je odnos prema klijentima i široj društvenoj zajednici, uključujući zaštitu životne sredine. Takvo poslovanje je neprocenjiv marketing za kompaniju. Cilj je stvoriti okolnosti u kojima će svi aspekti poslovanja kompanije – ekonomski, ekološki i socijalni – doprineti opštem dobru.

To je od posebnog značaja za srpske kompanije, zato što je država uradila veći deo posla u procesu kreiranja korporativne društvene odgovornosti kroz zakone, iako nedostaje praktična primena mera, tačnije, svest o potrebi da se mere primenjuju.

Indeksi održivog rasta

Marcus Thomas, regionalni direktor za Jugoištnu Evropu, Stoxx Ltd.

Kompanija Dow Jones Stoxx Ltd., sa sedištem u Švajcarskoj, početkom oktobra 2008. godine objavila je novu seriju indeksa, u koje su prvi put uključene akcije srpskih kompanija. U vodećoj kompaniji za kreiranje indeksa ističu da region Istočne Evrope predstavlja ekonomije u razvoju. Sa novim Dow Jones indeksima, investitori će moći da prate kretanja u regionu na osnovu jasnih i preciznih pokazatelja. Nova serija indeksa koja pokriva 18 zemalja Istočne Evrope, uključujući prvi put region Balkana, pokazuje značaj održivosti na novim tržištima Evrope.

Održivost znači integraciju ekonomskih, ekoloških i socijalnih kriterijuma u poslovanje i u investicije. Tendencija je da se ove tri dimenzije uključe u indekse, čime se obezbeđuje transparentnost tržišta i uvid u kompanije koje su održive od drugih.

Održivost investicija raste brzo, a u 2008. godini veliki broj investitora u Zapadnoj Evropi prešao je na održive investicije kako bi obezbedili dugoročan i dobar pristup poslovanju. Veličina evropskog tržišta za socijalno odgovorne investicije procenjena je na 500 milijardi evra (krajem septembra 2008. godine), što govori o značaju održivosti.

Kompanija Stoxx Ltd., koja je nastala kao zajednički poduhvat nemačke i švedske berze, sa trećim partnerom, američkom firmom Dow Jones, poslednjih 10 godina računa Dow Jones Euro-

stoxx 50, najvažniji indeks u Evropi i drugi po značaju u svetu.

Firma je ušla na polje održivosti, sa firmom Sam iz Ciriha, kao specijalista za indekse, dok firma Sam radi analize održivosti. Ove dve firme zajedno licenciraju oblast, a više od 50 kompanija u Evropi koristi indekse održivog razvoja za druge finansijske proizvode. Na bazi indeksa održivosti, upravlja se sa 500 milijardi evra imovine.

Kad je reč o indeksu Stoxx 600, pokazatelju za institucionalne investitore za kompanije Zapadne Evrope, 600 preduzeća deli se na regionalne nivoe. Od nedavno, sličan indeks kreiran je za Istočnu Evropu, a pokriva 500 kompanija iz regiona. Na osnovu pomenutih osnovnih indeksa izvide se reporni indeksi, kao što je East Europe 300 Index i indeksi najkvalitetnijih hartija od vrednosti, koji uglavnom pokrivaju 30 ili 50 preduzeća. Na osnovu repornih indeksa kreiraju se indeksi održivog razvoja, indeksi dividendi i nekoliko posebnih vrsta indeksa.

Analize istraživanja za indeks održivog razvoja radi Sam Index, fokusirajući se na integrisanje tri dimenzije – ekonomske, socijalne i ekološke. Upitnici se šalju preduzećima koja su uključena u Dow Jones Stoxx 600 Index ili u Dow Jones World Index. Odgovori predstavljaju prvi pokazatelj da li preduzeće razmišlja o pitanjima održivosti. Od 600 najvećih preduzeća iz Dow Jones Stoxx 600 Index, 550 je popunilo upitnik i rezultat je 150 kompanija koje su u indeksu održivog razvoja. Indeks održivog razvoja je važan instrument za diferencijaciju, a kompanija koja je najbolja u svojoj industriji dobija znak lidera održivosti. Velike firme koriste taj znak u marketingu i radi unapređenja imidža.

Porodica indeksa uključuje Dow Jones Sustainability World Index, zatim, Dow Jones Index Sustainable Growth, koji obuhvata akcije od 150 preduzeća, kao i Euro Stoxx 40, koji integriše lidere održivosti u Evropi. Ponderisanje indeksa je u odnosu na rejting na bazi održivosti. Osnova za indekse su popunjeni upitnici, kao i stalno praćenje indeksa.

Postoje posebna pitanja za svaku granu industrije, iako je polovina pitanja ista za sve učesnike u anketi i odnosi se na korporativno upravljanje, ekološka pitanja, očuvanje sredine. Svako pitanje ima određeni ponder – na primer, korporativno upravljanje 6%, usklađenost sa zakonima i mere borbe protiv korupcije 6%, slede razvoj kapitala, radne snage, socijalno izveštavanje i korporativna odgovornost. Kao pozitivan primer ističe se Tigar, koji je jedan od budućih lidera u Jugoistočnoj Evropi.

Ključni elementi procedure su procena koja se zasniva na ekonomskim, socijalnim i ekološkim

kriterijumima, fokus koji je na dugoročnoj vrednosti za akcionare i pristup koji nije etički, tj. ne isključuje naftne kompanije, već se traže najodrživije naftne firme. U drugom koraku, isključuju se kritične grane industrije iz indeksa održivog rasta, kao što su proizvođači duvana ili oružja. Važna je konzistentna metodologija, zasnovana na pravilima koja se primenjuju na sva preduzeća, nezavisno od sedišta.

Preduzećima se postavlja pitanje, da li postoji razlika između onog što govore i pisanja u medijima o kompaniji. Glavni cilj je pronaći najbolje kompanije u klasi, koje su najodrživije u svojoj grani industrije. Prisustvo kompanije u indeksu održivosti donosi više novca investitora. Stoga se razvila konkurencija povodom uključivanja u indekse. Pored inicijalne procene, vrši se i revizija procene, čime se svodi na minimum uticaj na odlučivanju.

Performansa indeksa je ključno pitanje za investitore. Indeksi su izvedeni iz širih, opštijih indeksa – Eurostoxx 300 ima 320 komponenti, na osnovu kojih je kreiran indeks za 40 održivih preduzeća. Korelacija je dosta dobra i indeksi održivosti imaju bolju performansu. Važno je da je kompozicija indeksa različita, tako da postoje različiti sektori, sa različitim izloženostima i specifičnostima. U dugoročnoj perspektivi, trebalo bi da imaju održiviju performansu i niži stepen rizika.

Veliki broj investitora prati indekse održivog razvoja i na njima bazirane proizvode. Fjučersi i opcije na bazi indeksa održivog rasta uvedeni su u SAD krajem 2008. godine, a ETFs na Deutsche Boerse u Frankfurtu uvedeni su početkom 2008. godine.

Pored strukturalnih proizvoda, postoje i novi proizvodi koji koriste indeks održivog razvoja, kao i fondovi. Neka preduzeća pokušavaju da izgrade cela portfolija na osnovu indeksa održivog razvoja, a nedavno je jedno austrijsko društvo za upravljanje fondovima pokrenulo prvi akcijski fond baziran na indeksima održivog razvoja u Centralnoj i Istočnoj Evropi.

Ukoliko se trend uključivanja održivih investicija u portfolija bude nastavio i jačao u značajnoj meri, pojaviće se veći broj indeksa i finansijskih proizvoda. Posebno interesovanje kreatori imaju za proizvode kojima se trguje na berzi, za koje se planira listiranje po fiksnoj ceni.

Postoji transparentnost na nivou preduzeća i na nivou procene, tj. investitora, tako da je u svakom trenutku poznato kako se investicija ponaša.

Transparentnost koju snabdevač indeksa pokušava da postigne nije dovoljno cenjena.

Indeksi kompanije Dow Jones Stoxx Ltd. uključuju indekse koji mogu da se prate u realnom vremenu, kao Eurostoxx 40, koji se objavljuje u četiri verzije – dve u evrima i dve u američkim

dolarima, indekse ukupnog prinosa, indekse cena, itd. Na Internet prezentaciji, sa desne strane mogu da se istražuju komponente indeksa, što je veoma važno za analitičare i brokere.

U oktobru 2008. godine, počelo je računanje novog indeksa za Jugoistočnu Evropu – SubBalkan 30 Index, koji je prvi regionalni indeks najkvalitetnijih akcija iz Hrvatske, Makedonije, Srbije i Slovenije. U zavisnosti i veličine, 5 do 6 firmi iz Srbije uključeno je u indeks. Postojala je potreba da se napravi neutralni reper, instrument za poređenje sa novim tržištima u Istočnoj Evropi i sa Zapadnom Evropom.

Do sada ima šest indeksa za Balkan, a najvažniji za region je Sub Balkan 30, čije se komponente, slično ostalim indeksima, mogu naći na prezentaciji firme.

Ključno kada je reč o indeksima održivosti je da ulaze u glavni tok u oblasti indeksa, sa perspektivom brzog razvoja u Centralnoj i Istočnoj Evropi. Investitori traže sve više informacija o održivosti preduzeća.

Društvena odgovornost – mehanizam korporativne održivosti

Jelena Petković, direktor podrške korporativnom upravljanju kompanije Tigar a.d. Pirotd, bila je rukovodilac zajedničkog projekta Tigar – Michelin i IFC.

Reč je o veoma važnom segmentu poslovanja Kompanije Tigar. Ključni termini predavanja – održivost i održivi razvoj – predstavljaju jedinu garanciju opstanka na dug rok.

Tigar je kompanija stara 73 godine, tokom kojih je, od pogona za proizvodnju opanaka, postala investiciono razvojni sistem, sa konsolidovanim prihodom projektovanim za 2008. godinu od oko 65 miliona evra i sa planom da do 2010. godine pređe granicu prihoda od 100 miliona evra.

Tigar je osnovan 1935. godine kao akcionarsko društvo od 14 članova, da bi posle mnogo promena u toku 73 godine poslovanja danas bio akcionarsko društvo sa 5000 članova, listirano na Beogradskoj berzi.

U Tigru, održivi razvoj smatra se osnovom poslovanja, a društvena odgovornost jednim od ključnih mehanizama za održivost i razvoj poslovanja na dugi rok.

Kompleksna korporacija Tigar uključuje u okviru osnovne delatnosti proizvodnju guma i gumarskih proizvoda svih vrsta, kao i trgovačke aktivnosti u zemlji i inostranstvu. Postoji cela grupa komplementarnih delatnosti, počev od prerađivačke hemije, preko uslužnih delatnosti, kapitalnih ulaganja i projekata u toku. Projektni pristup je jedan od karakteristika poslovanja korporacije Tigar.

Najvažniji projekti trenutno su druga faza modernizacije trgovine, logistika, razvoj slobodne zone, razvoj turizma, proizvodnja ekoloških i građevinskih materijala i obnovljivi izvori energije.

Rad na projektima odvija se paralelno sa redovnom, tekućom aktivnošću.

Potrebno je podsetiti se istorije firme, imajući u vidu da su današnji uspesi posledica mnogih prošlih dešavanja.

Do 1990-ih godina, Tigar je imao strategiju intenzivnog razvoja, dominirao je program razvoja auto guma i najveće tržište, pored Zapadne Evrope, bila je Amerika. Od 1991. do 1996. godine, zbog embarga, Tigar je morao kompletno da zameni svoje opredeljenje i svoje strategije, tako da je strategiju intenzivnog razvoja zamenio strategijom upravljanja minimumom. Nivo korišćenja kapaciteta u periodu od 1991. do 1996. godine (guma je bila jedan od prvih pet proizvoda stavljen pod embargo) iznosio je 10%, iako je sistem održavan u funkciji, kao i sposobnost ljudi da zadrže mogućnost normalnog rada i proizvodnje.

Od 1996. do 1997. godine, nakon embarga, delovalo je da će stvari krenuti normalnim tokom i uspostavljeni su inicijalni kontakti sa spoljnjim tržištima.

Tokom 1998. i 1999. godine, celokupna politička situacija, kao i situacija u okruženju, na-

metnula je potrebu ponovnog povratka na strategiju minimuma.

Kratka istorija ilustruje koliko dešavanja u okruženju utiču na kompaniju i koliko je neophodno učiniti na planu adaptabilnosti da bi se, u tako promenljivim uslovima okruženja, moglo održati i nastaviti poslovanje.

U modernoj političkoj istoriji Srbije, 2000. godina predstavlja veliku prekretnicu. Aktivnosti Tigra, prikazane u vidu pazli, ilustruju da je mnogo različitih aktivnosti bilo smisljeno, konzistentno i međusobno povezano, iako iz dnevne perspektive nije izgledalo tako.

Od 2000. do 2003. godine, izvršeno je kompletno organizaciono prestrukturisanje.

Od 2000. do 2005. godine, sistem je maksimalno bio koncentrisan na razvoj programa auto guma, zajedno sa Michelin-om, iako uz prisutnu svest da globalni biznis sa auto gumama nije biznis koji pripada Tigru, i da u jednom momentu sledi izlazna strategija.

Program je maksimalno razvijan, da bi se obezbedila kvalitetna izlazna strategija.

U periodu od 2001. do 2010. godine, Tigar počinje saradnju sa EBRD i u okviru većeg broja projekata sa međunarodnim finansijskim organizacijama. Kada je u pitanju mogućnost snabdevanja investicionim kapitalom, dugoročnim investicionim kreditima, sa dugoročnim „grace“ periodom i prihvatljivom kamatnom stopom, oni se u Srbiji mogu obezbediti gotovo isključivo preko međunarodnih finansijskih organizacija. U 2005. godini, Tigar se pojavio na berzi. Jedan od glavnih ciljeva bilo je vlasničko prestrukturisanje.

Do 2010. godine, očekuje se finaliziranje procesa, u smislu potpune privatizacije kompanije.

Od 2005. do 2007. godine, u nedostatku sredstava za kompletno prestrukturisanje infrastrukture fabrika, realizovano je programsko prestrukturisanje, uvedene su nove grupe proizvoda i njihova sertifikacija na međunarodnom tržištu, kao i proizvodnja za međunarodno tržište.

Od 2005. do 2010. godine, firma se koncentrisala na razvoj prodajne mreže, kao jedan od osnovnih poslova.

Od 2006. godine, kada je kupljena nova industrijska lokacija Tigar III, do 2009. godine, planom je bilo predviđeno da sve stare fabrike u kontrolnom vlasništvu budu zatvorene i otvorene nove, zato što bez novih tehnologija nema povećanja produktivnosti i konkurentnosti, kao ni većeg progressa, za bilo koji industrijski sistem.

Za period od 2007. do 2010. godine planirano je postepeno napuštanje programa guma.

Tokom perioda od 2008. do 2010. godine, odvijace se prestrukturisanje „non core“ biznisa, kao i početak rada novih projekata.

Do 2010. godine, planirano je dostizanje pune stabilizacije postojećih programa, tako da u 2011. godini Tigar ulazi u novu razvojnu fazu.

Osnovu svega pomenutog čini termin koji se koristi poslednje tri do četiri godine – održivi razvoj, u smislu održivog razvoja društva i održivog razvoja poslovnog sistema.

Izraz nije nova kategorija. Mnogi teoretičari održivi razvoj prate od samog starta civilizacije, iako u prvom milenijumu i drugoj polovini drugog milenijuma, održivi razvoj posmatraju kroz dve dimenzije – humane i ekonomske, dok u 20. veku održivi razvoj dobija socijalnu i ekološku dimenziju. Koncept je izuzetno bitan kako na nivou pojedinačne kompanije, tako i na nivou celog društva.

Kako Tigar poklanja pažnju svim dimenzijama održivog razvoja, danas održivi razvoj podrazumeva humanu dimenziju kao vrednovanje ljudskog kapitala, socijalnu dimenziju kao investiciju u socijalnu infrastrukturu, ekonomsku dimenziju koja znači da novostvorena vrednost uvek mora da bude veća od potrošnje i ekološku dimenziju koja podrazumeva očuvanje prirodnih resursa i kvaliteta životne sredine.

Društvena odgovornost kompanije daje značajan doprinos održivom razvoju.

Humana dimenzija svodi se na odnose sa zaposlenima – Tigar ima Kodeks korporativnog upra-

vljanja od 2005. godine, a smernice interne politike profesionalne etike jednake mogućnosti komunikacije odnose se na zaposlene i regulišu sve ključne odnose između kompanije i zaposlenih.

Od 2006. godine, primenjuje se sistem personalnih ciljeva, koji regulišu opšte ciljeve, ciljeve progressa i ciljeve ličnog usavršavanja, kao osnov za nagradivanje i dalje napredovanje.

Zbog kompleksnosti sistema, primenjuje se projektno upravljanje, u smislu da se svaki novi, veći, poslovni zahvat organizuje kao projekat, sve dok ne bude doveden u fazu u kojoj može da uđe u proces redovne primene.

Kada je reč o kadrovima, polazi se od činjenice da se Tigar nalazi u Pirotu, koji je grad sa 42.000 stanovnika, na jugoistoku Srbije, i spada u nerazvijena područja. Trenutno na nivou korporacije ima oko 400 visokoškolvanih stručnjaka svih profila, a zajedno sa Tigar Tyres preko 700. Kontinuitet u obezbeđenju kadrova postignut je kroz politiku stipendiranja. Svake godine oko 200 najboljih učenika pirotskih srednjih škola istovremeno su stipendisti Tigra. Jedan procent njih nastavlja svoju karijeru i radi u Tigru, drugi rade svuda po Srbiji ili, kao vrhunski stručnjaci, svuda po svetu.

Ljudi koji su, posle 30 godina rada u okviru Goodrich, postali deo sistema Michelin, kao glavnu razliku navode obuku – stalnu, konstantnu obuku. Kompanija se trudi da svim oblicima eksterne i interne obuke obuhvati oko 70% ukupnog broja zaposlenih svake godine, a troškovi obuke kreću se na nivou od 3% troškova zarade.

U prestrukturisanju sistema nije bilo apsolutnog viška ljudi – veći problem bila je adekvatna struktura ljudi, a problem tehnološkog viška rešavan je u dogovoru sa zaposlenima. Zaposleni su sporazumno napuštali kompaniju, što je bilo bitno zbog socijalne stabilnosti, zato što bez minimuma dogovora i socijalne stabilnosti, sistem može da uđe u vrlo opasne vode, koje mogu da imaju neizvestan ishod.

Izlaskom na berzu, Tigar se suočio sa internacionalizacijom vlasništva. Veći deo kapitala firme, ako se izuzme kapital države Srbije, pripada stranim investicionim fondovima. Internacionalizacija vlasništva nameće pitanje internacionalizacije menadžmenta, tako da je otvorena mogućnost da kadrovi školovani sa strane ili ljudi koji su državljani drugih država imaju šansu da rade u Tigru.

Drugu važnu dimenziju održivog razvoja čine odnosi sa partnerima. Uvek postoje dve oprečne želje – sa jedne strane, da se razvijaju dugoročne relacije sa partnerima, sa druge, da u tim relacijama dobijete što bolje uslove. Isto želi i druga strana, tako da je uspostavljanje fer balansa u toj sferi izuzetno bitno za razvoj dugoročnih partnerskih veza.

Ono što je kompaniji pomoglo da se oporavi nakon embarga, a Tigar je bio veoma pogođen embargom zato što je najveći deo prihoda bio baziran na izvozu u Ameriku i Zapadnu Evropu, bila je činjenica da su, nakon uspostavljanja normalnih odnosa posle embarga, veoma lako obnovljeni odnosi sa partnerima pre embarga. To zahteva mnogo strpljenja i želje da se neguje fer, iskren odnos, kao i poštovanje ne samo sopstvenog, nego i interesa druge strane.

Strateška partnerstva sa firmama Goodrich i Michelin mnogo su više od novca. Tigar je bio u poziciji da kroz velike i jake adekvatno sagleda tržište, trendove, najnovija tehnička i tehnološka rešenja, kao i da stalno povećava tržišno učešće, uvodi nove, savremene proizvode, visokog stepena složenosti. Činjenica je da danas Kina i Daleki Istok dominiraju u oblasti „commodity products“, gde ni jedna firma nema šansu da se izbori sa kineskom i dalekoistočnom konkurencijom. Jedino rešenje predstavlja ulazak u nove proizvode i ovladavanje mnogo višim stepenom složenosti proizvoda.

Ovladavanje upravljačkim znanjima izuzetno je bitno. Misli se na opšta upravljačka znanja i na industrijska znanja, uključujući organizovanje proizvodnje i poslovanja, što se stiče kroz rad sa partnerima, kao i sposobnost predviđanja efika-

snosti ulaganja. Kao rezultat, dolazi do povećanja efikasnosti i produktivnosti.

Izlaskom na berzu, Tigar je dobio novi element u poslovanju, a to su odnosi sa vlasnicima, investitorima. Firma je nastojala da svojim akcionarima da ista prava i mogućnosti da budu adekvatno obavješteni o odlukama koje se odnose na ključne korporativne promene. Svi su dobili jednak tretman u postupku sazivanja i glasanja na skupštini. Od 1.200.000 akcija sa pravom glasa, svaki akcionar koji ima samo jednu akciju može da diskutuje i glasa na skupštini. U skladu sa Kodeksom firme, striktno je zabranjeno trgovanje akcijama na osnovu poverljivih informacija, uključujući i jake sankcije. Od članova Upravnog i Izvršnog odbora zahteva se da obelodane bilo kakvu vezu, sopstvenu ili članova porodice, koja se odnosi na materijalni interes firme Tigar i zavisnih preduzeća.

Nastojanja su usmerena na redovno, konzistentno i transparentno izveštavanje.

U okviru ekološke dimenzije održivog razvoja, kompaniju Tigar, kao gumarskog proizvođača, veoma neopravdano tretiraju kao velikog загаđивача životne sredine, što dokazuju izjave zvaničnika firme i standardi ISO 14.000, uvedeni u svim fabrikama, programi za uštedu energije, programi reciklaže, kao i projekat reciklaže koji je planiran za 2009. godinu, za šta nam treba pomoć države u smislu vođenja adekvatne regulative.

Socijalna dimenzija održivog razvoja, koja podrazumeva ambijent u kome živimo i radimo, izuzetno je bitna. Za zaposlene u Tigru napravljeno je 1200 stanova, što je bilo od ključnog značaja da se veliki broj izuzetnih stručnjaka zadrži u Pirotu i ne ode u Beograd, Kanadu, SAD...

U socijalno korisne stvari koje su urađene ubrajaju se učešće u saniranju i asfaltiranju glavne ulice, koja nije samo ulica za Tigar, nego *de fakto* put kojim se prolazi kada se ide iz Evrope u druge delove sveta.

Kao kompanija, Tigar nije okrenut ka sponzorsanju velikih događaja, manifestacija, kulturnog, sportskog ili bilo kakvog karaktera, već ka mladima, deci, prema obrazovanju, kao i prema invalidnim licima. Projekti u kojima je Tigar učestvovao pokazuju socijalnu odgovornost. Socijalna inkluzija izuzetno je bitna. U Pirotu postoji osnovna i srednja škola za obrazovanje dece sa invaliditetom, koja predstavljaju posebnu ciljnu grupu za firmu kad je u pitanju društvena odgovornost.

Kada je reč o daljem razvoju, ako se točak ne gura uzbrdo, iako se može desiti da se vrati u podnožje, a možda i niže. Tigar ima mnogo hiljada akcionara – vlasnika, zaposlenih, kupaca, dobavljača. Razvijene komunikacije obuhvataju finansijere, vladin sektor, nevladin sektor, medije i druge učesnike. Da bi firma mogla uspešno da se razvija, imajući u vidu da je razvoj korporacije u interesu svih napred navedenih, mora da postoji generalni konsenzus oko ključnih pitanja – šta je misija, šta su osnovne vrednosti, šta je vizija, šta su strategije i gde je mesto svakoga u zajedničkoj stvari.

Ne postoje samo prava, postoje i obaveze i, kao što zaposleni i menadžment kompanije imaju svoje obaveze i svoja prava, tako i akcionari imaju svoje obaveze i svoja prava, da bi kompanija mogla da se razvija. Jasno je da se radi o mnogo ljudi i mnogo različitih psiholoških profila, mnogo različitih interesa. Vrlo često, interesi su suprotstavljeni, tako da nije lako doći do zajedničkog cilja. Aktivnosti na planu četiri ključna elementa održivog razvoja – humanoj, socijalnoj stvari, ekonomskom razvoju i ekologiji, kao očuvanju prirode u kojoj treba da žive naredne generacije, okupljaju sve učesnike u postizanju zajedničkog konsenzusa u okviru razvoja, poslovnih ciljeva, strategije, poslovnih promena i svega ostalog.

Kodeks korporativnog upravljanja Beogradske berze

Lidija Šeškar, pravni savetnik Beogradske berze, korporativnim upravljanjem bavi se od 2000.

godine. Autor je publikacije „Uvod u korporativno upravljanje“ iz 2004. godine i jedan od autora nedavno izdatog priručnika o korporativnom upravljanju, koji je za Srbiju izrađen u saradnji sa IFC, u okviru programa korporativnog upravljanja u Jugoistočnoj Evropi, koji je finansijski podržala Švajcarska vlada i Švajcarski državni sekretarijat za ekonomske poslove. U izradi dokumenta učestvovali su domaći eksperti i predstavnici organizacije Global Corporate Governance Forum.

Beogradska berza izradila je Kodeks korporativnog upravljanja, koji je ponudila svim kompanijama, u prvom redu kompanijama kojima se trguje na Beogradskoj berzi. Cilj kodeksa je pružanje podrške kompaniji da kroz preporuke i smernice dalje izgrađuju svoje odnose sa investitorima, na bazi poverenja i daljeg razvoja i uspostavljanja bolje tržišne pozicije.

Struktura kodeksa sastoji se iz dva dela. Prvi deo je internog karaktera i uređuje odnose na nivou samih kompanija, organizaciju poslovanja, bitna pitanja, iako indirektno utiče i na drugi deo kodeksa, koji je izuzetno značajan sa aspekta investicione javnosti tržišta hartija od vrednosti i odnosi se na pitanja transparentnosti i javnosti poslovanja.

Kodeks sadrži niz preporuka, čija se implementacija vezuje za primenu pravila „primeni ili objasni“. Sadržinu kodeksa čini niz predloga i smernica čiji je cilj, u suštini, da ukažu na elemente najbolje uporedne prakse korporativnog upravljanja i da ponude praktična rešenja kompanijama kod implementacije preporuka, tj. efikasnijeg postizanja cilja samih preporuka.

Prvo poglavlje posvećeno je akcionarima i skupštini društva i pitanjima obezbeđenja ravnopravnog tretmana i zaštite prava akcionara, kao i merama i aktivnostima za podsticanje akcionara na aktivno učešće u radu.

Suštinsko pitanje na nivou domaćeg okruženja je edukacija, informisanje i aktiviranje učesnika akcionara u radu i odlučivanju skupštine društva. Često se celo pitanje korporativnog upravljanja poistovećuje sa pukom zaštitom prava manjinskih akcionara i ponekad postaje predmet zloupotrebe.

Korporativno upravljanje ima za cilj da poboljša položaj društva i odnose akcionara i društva. Važno je da akcionari u tom smislu budu edukovani, informisani i da se u tom smislu ostvari dobra komunikacija sa društvom. Da svoj položaj koriste, ali ne i zloupotrebjavaju, i da imaju adekvatan odgovor od strane samog društva, u smislu njihovog položaja u društvu i mogućnosti da realizuju svoja prava.

Drugi, za mnoge ključan segment korporativnog upravljanja, bavi se pitanjima upravnog odbora, organizacije, prava i dužnosti članova upravnog odbora i položaja predsednika upravnog odbora.

Značajno je formiranje kriterijuma za izbor upravnog odbora, koji omogućavaju da upravni odbor, na osnovu veličine i odgovarajućih profesionalnih kvalifikacija i iskustva članova, doprinese kvalitetnom poslovanju društva.

Fokus kod izbora članova upravnog odbora, trebalo bi da bude na interesima društva.

Zato je bitno da sami članovi upravnog odbora budu dobro informisani o svim svojim dužnostima i obavezama, da se uspostavi model kontinuirane edukacije članova upravnog odbora, da se napravi adekvatan nivo saradnje i komunikacije između neizvršnih i izvršnih članova upravnog odbora, u smislu informisanja neizvršnih članova o radu organa upravnog odbora, kao i niz drugih pitanja koja obezbeđuju kvalitet rada upravnog odbora.

Važno pitanje, kada je reč o upravnom odboru, jeste politika nagrađivanja članova upravnog odbora, koja bi trebalo da bude transparentna, adekvatna, stimulatívna, ali istovremeno i konkurentna u odnosu na društva slične delatnosti, iako ne preterana. Važno je i preporučuje se društvima da na nivou skupštine usvoje svojevrsne deklaracije o politici nagrađivanja, koje bi na transparentan način javnosti dale na znanje koji

su principi kojima se rukovodi društvo kod nagrađivanja članova upravnog odbora. U delu o transparentnosti i javnosti, sastavni deo izveštavanja javnosti jeste i deo koji se odnosi na nagrađivanje organa uprave.

Posebni deo preporuka kodeksa posvećen je pitanjima komisija upravnog odbora. Taj deo više ima edukativni karakter, zato što pokušava u uslovima domaće prakse, u domaćem okruženju, da pokaže kompanijama koja je suština i svrha formiranja komisija, kao pomoćnih stručnih radnih tela koja bi trebalo da omogućе upravnom odboru da se bavi, na primer, većim brojem stručnih pitanja koja zahtevaju specifične stručnosti, koje ne poseduju članovi upravnog odbora ili pitanjima koja zahtevaju veće vremensko angažovanje. Važno je da upravni odbor zna da društvo ima koncept i da komisije ne odlučuju umesto upravnog odbora, njihova svrha je da pomognu upravnom odboru.

Domaće regulatorno okruženje poznaje dve obavezne komisije za sva otvorena akcionarska društva – komisiju za imenovanje i naknade. Posebna preporuka kodeksa usmerena je ka tome da većinu članova ovih komisija čine lica koja nisu istovremeno članovi upravnog odbora. U edukativnom delu, kodeks daje pregled različitih komisija koje poznaje uporedna praksa korporativnog upravljanja.

Kada je reč o izvršnim organima, vodi se računa o stručnosti i ličnim kvalitetima članova, iako treba naglasiti potrebu saradnje između upravnog odbora i generalnog direktora, kako u postupku izbora samih članova izvršnih organa, tako i u daljem postupku komunikacijske sprege između ova dva organa. Kroz ceo kodeks provlači se preporuka, kako kod upravnog odbora tako i kod izvršnih organa, da se razdvoje funkcije predsednika upravnog odbora i generalnog direktora.

Poslovi internog nadzora i kontrole obuhvataju pitanja zaštite zloupotrebe privilegovanih informacija, sprečavanje tržišne manipulacije, odobrenje poslova gde postoji sukob interesa, gde zakon daje određene smernice, na koji način ti poslovi mogu da se odobre, kao i pitanja borbe protiv korupcije.

Kod izbora i uloge nezavisnog revizora, uređenje međusobnih odnosa društva i revizora, što bi obuhvatalo određene obaveze nezavisnog revizora da, kad ustanovi tokom postupka revizije da postoje neki razlozi za izuzeće ili pristatnost, prijavi nadležnom organu društva. Proizilazi da ima obavezu prisustvovanja sednici skupštine, kao i interno izveštavanje, internu komunikaciju između nezavisnih revizora i nadležnih organa društva, o svim nepravilnostima, uočenim slabostima, eventualnim sugestijama za ispravljanje određenih postupaka u društvu.

Kodeks se bavi i pitanjima koja mogu da pomognu društvu u uspostavljanju efikasnih korporativnih odnosa, sekretarom društva, vanrednim pravnim poslovima.

Značaj internog regulativnog okvira proizilazi iz činjenice da neke stvari u akcionarskim društvima ne funkcionišu zato što se ne znaju procedure, ni ko je i na koji način nadležan. Kvalitetan, precizan, transparentan regulatorni okvir sa držan u opštim aktima društva od izuzetne je važnosti za efikasno funkcionisanje društva, kao i međusobna usklađenost.

Jako je važno uspostaviti mehanizme izgradnje poverenja između akcionara i samog društva, koji se realizuju i kroz operativne mehanizme sprečavanja i rešavanja potencijalnih sukoba.

Drugi eksterni segment posvećen je transparentnosti i javnosti, uključujući politiku izveštavanja. Predstavlja direktnu povezanost prvog dela sa onim što je izloženo društva javnosti.

Preporuka je ustanovljavanje transparentne pisane i javno dostupne politike izveštavanja.

Sa aspekta izloženosti investicionoj javnosti, čini se da praksa domaćih privrednih subjekata često zanemaruje potrebu da se na efikasan način opredeli karakter poverljivih informacija, šta je to što u društvu predstavlja poverljivu informa-

ciju i može da ima tretman poslovne tajne i kao takva, uslovno rečeno, predstavlja privilegovanu informaciju i nešto što podleže određenim tretmanima „inside“ trgovanja.

U pogledu definisanja karaktera materijalnih informacija, kodeks daje predloge na koji način se može sagledati koja informacija ima materijalni značaj, tj. koja je po svojoj suštini takva da bitno može uticati na cenu hartije od vrednosti.

To opredeljuje materijalni karakter i pravila postupanja insajdera u trgovanju hartijama od vrednosti društva, insajdera u najširem smislu reči, a i u užem.

Kodeks se nadalje bavi periodičnim izveštajima, bitnim elementima periodičnih izveštaja i, naročito, izveštajima rukovodstva, gde se misli o izveštajima neposrednog izvršnog menadžmenta, koji bi se odnosili na poslovanje društva i bili sastavni deo izveštavanja, godišnjih izveštaja u prvom redu i sadržavali generalno analizu i poslovanja, viđenje budućih kretanja i analizu i predviđanja potencijalnih rizika. Kodeks preporučuje da ukoliko, u okviru izveštaja, postoje različita mišljenja različitih članova izvršnog odbora, ona budu izdvojena u okviru samog izveštaja.

Kada je reč o izveštaju o bitnim događajima, oni su regulisani zakonom i podzakonskim aktima. Kodeks se fokusira na ono što stoji u podzakonskim aktima, kao i na druga pitanja od značaja – proširenje kruga informacija koje treba da budu dostupne javnosti u okviru izveštavanja o bitnim događajima.

Sa aspekta distribuiranja informacija, kodeks predstavlja nadogradnju korporativnih odnosa, onoga što je već propisano kao obavezno, čija ispunjenost i poznavanje se podrazumeva. Kodeks ide korak dalje – distribucija informacija na zakonom propisane načine se podrazumeva, a korak dalje na koji se fokusira kodeks usmeren je ka izradi Internet stranica – na informisanje javnosti neposredno putem Internet stranica društva, pregledno struktuiranje stranica da bi se zainteresovani korisnici informacija lako snalazili, operativne procedure za brzu i efikasnu distribuciju informacija i dvojezičnu distribuciju javno dostupnih informacija, uz minimiziranje vremena između nastanka na matičnom srpskom i engleskom jeziku.

Sa stanovišta primene, kodeks Beogradske berze je dobrovoljan dokument. Listirane kompanije imaju obavezu da imaju uređena pitanja kor-

porativnog upravljanja, pri čemu im je dozvoljeno da imaju sopstveni kodeks, kao i da prihvate primenu nekog drugog kodeksa, uključujući kodeks Beogradske berze.

U budućim izmenama doći će se do mogućih modela kombinovane primene, kroz razmenu iskustava sa firmama. Prihvatanje primene kodeksa, koja je apsolutno dobrovoljna, preporučljiva je svim otvorenim društvima. Prihvataju se određene obaveze, što znači, usklađivanje sa preporukama poslovanja i redovno izveštavanje o poštovanju kodeksa, kroz primenu pravila „primeni ili objasni“. Preporuke koje se ne primenjuju, zahtevaju da budu objašnjene kroz izveštavanje.

Ono što nije sankcija, ali je nagrada za uspešnu realizaciju primene kodeksa, jeste dodatna informacija javnosti, koja će se realizovati kroz praćenje primene kodeksa od strane berze i usvajanje izveštaja o načinu i stepenu usaglašenosti poslovanja kompanije sa kodeksom.

Na Internet stranici Beogradske berze, nalazi se integralni tekst kodeksa, koji posetiocima daje mogućnost da daju sugestije i primedbe, korisne za dalji razvoj kodeksa. Kodeks je dostupan i u štampanom izdanju.

IV PANEL

Globalni problem – lokalna glavobolja

Šta se događa u globalnoj ekonomiji i da li energetika danas kreira budući izgled finansijskog tržišta?

O izvorima krize koja je potekla od američkog tržišta dosta se govorilo i govori se tokom 2008. godine. Kriza se vrlo brzo prebacila na evropska tržišta, a pad cena akcija u Americi uticao je na tržišta u Evropi i Aziji, i obrnuto. Značajnu ulogu odigrale su evropske centralne banke i države članice Evropske unije. Kada je reč o manje razvijenim državama, moguć je zastoj u ekonomijama koje su se brže razvijale.

Da bi se dobio utisak o uticaju krize na domaće tržište, dovoljno je pogledati kretanje na Beogradskoj berzi, pad jedinica investicionih fondova ili dešavanja na Produktnoj berzi u Novom Sadu. Smanjena je opšta likvidnost tržišta, povećane su kamate, dinar naglo pada (10% u oktobru 2008. godine), dok političari raspravljaju o tome da li je ekonomija u krizi ili na putu ka krizi, činjenice pokazuju da se kriza za sada odrazilo na poslovanje privatnih kompanija.

Evropski odgovor na finansijsku krizu

Michael Fridrich iz Evropske komisije, advokat po struci, zadužen za pravo i poslovnu politiku u Jedinici za tržište hartija od vrednosti, u okviru izlaganja posvećenog rešenjima izlaska iz krize zemalja članica Evropske unije razmatrao je sledeća pitanja:

- izvori i razvoj hipotekarne krize, koja je globalna, ali sa izraženim lokalnim efektima;
- odgovor Evrope na krizu i uloge zemalja članica, Evropske centralne banke, Evropske komisije; kao i
- perspektive u pogledu aktivnosti na sprečavanju krize ili manje verovatnoće ponovnog javljanja, uključujući regulatorni okvir za budućnost.

Govoreći o izvorima i poreklu krize, Michael Fridrich je podsetio da je sve počelo 2007. godine, na hipotekarnom tržištu substandardnog kvaliteta. Smatralo se da su na delu mali poremećaji. Jedan od razloga je bila loša praksa odobravanja kredita od strane banaka zajmoprimcima koji su substandardnog kvaliteta i koji nisu bili u stanju da ih otplaćuju. Krediti su „prepakivani“ – institucije koje su odobravale kredite nisu ih zadržavale, već su ih distribuisale globalno. Ti strukturisani proizvodi nastali „prepakivanjem“ često su imali visoke rejtinge AAA, kao i znatno veće prinose od drugih sličnih proizvoda sa istim rejtingom.

Banke i drugi institucionalni investitori širom sveta kupovali su komplikovane dužničke obligacije, kao što su CDO, i druge strukturisane proizvode. Kada je došlo do porasta kamata i pada cena nekretnina, pala je i vrednost CDO. Velika zaduženost na tržištu pogoršala je krizu. Pomenuti proizvodi bili su kompleksni, tako da banke, regulatorna tela i Komisija nisu znali šta se nalazi u njima. Odsustvo transparentnosti bio je jedan od glavnih problema. Poremećaj je doveo do krize poverenja i ograničenja međubankarskog pozajmljivanja, koje je vrlo važno za svaki ekonomski sistem.

Pomenutim proizvodima trgovalo se širom sveta i finansijske institucije osetile su posledice pada vrednosti. Pošto su međusobno povezane na globalnom nivou, one imaju kreditne trgovinske odnose i neizvršavanje obaveza od strane jedne institucije utiče na druge. Kolaps Lehman Brothers 15. septembra 2008. godine imao je direktan efekat na mnoge institucije u drugim delovima sveta.

Postoji još jedan faktor – globalni sentiment. Pad cena akcija u SAD uticao je na tržišta u Evropi i Aziji i obrnuto.

Tržišta su veoma blisko povezana, a 2007. godine smatralo se da kriza u SAD neće preći granice, da su Evropa i Azija sa novim tržištima nezavisne i da se neće naći pod uticajem krize, što se pokazalo netačnim. Svi učesnici su povezani u jedno globalno tržište, na kome je američko tržište još uvek veoma važno.

Sa stanovišta lokalnih efekata, postoji rizik da se problem prenese na realnu ekonomiju, sa negativnim efektima na lokalni razvoj i zapošljavanje. To važi za Evropu, a samim tim i za Srbiju. Pogodeni su investitori na lokalnim tržištima akcija, deponenti mogu da osete efekte u slučaju propasti neke finansijske institucije i moguće je pogoršanje kreditnih uslova za firme i pojedince na lokalnom nivou. Prognoza MMF-a koja se odnosi na ekonomski rast u 2009. godini ukazuje na stagnaciju i, možda, recesiju.

U kontekstu evropskog odgovora na krizu, države članice Evropske unije imaju pravnu moć i sredstva da primene planove spasavanja, uključujući garancije za međubankarske pozajmice i eventualnu direktnu intervenciju. Od suštinskog značaja je da zemlje članice sarađuju jedna sa drugom i sa Komisijom.

Samit euro-zone organizovala je Francuska u oktobru 2008. godine, a zemlje članice su se dogovorile o paketu mera, što svedoči o uspehu koordinisane akcije.

Ako zemlje članice deluju unilateralno, bez koordinacije aktivnosti, moglo bi da dođe do poremećaja internog tržišta. Na primer, ako jedna zemlja članica objavi da će depoziti bankama biti obezbeđeni u neograničenom iznosu, klijenti banaka u susjednim zemljama možda bi preneli svoj novac u sigurniju zemlju, što bi za posledicu imalo stabilnost banaka u toj zemlji.

ECB, koja prvo mora da obezbedi likvidnost na tržištu i da prilagodi monetarnu politiku, delovala je sa drugim značajnim centralnim bankama, kao što su Federalne rezerve i japanska centralna banka.

Evropska komisija mora da primenjuje propise o državnoj pomoći kada države članice imaju svoje planove pomoći. Kada se daju subvencije bankama, Direkcija za konkurenciju mora da proceni da li dolazi do poremećaja ravnopravnih uslova poslovanja.

Ugovor o osnivanju Evropske unije predviđa kriterijume državne pomoći ukoliko postoje poremećaji u finansijskom sistemu, kao i smernice u pogledu zahteva koji moraju da budu ispunjeni u planovima pomoći da bi bili prihvatljivi. Jedan od zahteva je da pomoć ne treba da bude usmerena ka nacionalnim institucijama i da ne treba da utiče na institucije iz drugih zemalja članica, u cilju očuvanja jednakih uslova poslovanja.

Takođe, predlaže se prilagođavanje propisa Evropske unije radi ubrzanog obnavljanja poverenja investitora i ublažavanja posledica krize. Postoji predlog da se regulišu agencije za kreditni rejting, koje su igrale važnu ulogu u krizi. One su davale visoke rejtinge strukturiranim proizvodima, savetovale su banke koje su strukturirale proizvode, ulazeći u konflikt interesa. Postojala je samoregulacija i predlog je da se kreira regulatorni sistem za agencije kreditnog rejtinga. Predlog je upućen u Savet Evrope i Evropski parlament, a njegovo usvajanje se očekuje do aprila 2009. godine.

Važno je da se olakša postizanje sporazuma i da se obezbedi koherentnost međunacionalnih akcionih planova i evropskog akcionog plana, što je realizovano na sastanku Evro grupe, 12. oktobra 2008. godine.

Potrebna je koordinacija na međunarodnom nivou, tj. Evropa treba da govori jednim glasom u međunarodnim debatama. Kao posledica krize, razmatra se da li je potreban svetski sistem finansijskog nadzora, uloga MMF-a i da li su neophodne promene? Da li mora da postoji sistem uzbunjivanja, tako da se unapred zna kada će se pojaviti kriza, da li treba regulisati banke na globalnom nivou?

U okviru koordiniranih aktivnosti, Evropska komisija brzo je reagovala u oblasti regulisanja. Predložila je da se poveća osigurani bankarski depozit na minimum 100.000 evra, da bi se održali ravnopravni uslovi i poverenje. Takođe, predloženo je pooštavanje zahteva koji se odnose na kapital banaka i poboljšanje upravljanja rizikom za sekuritizovane proizvode, koji su jedan od važnih uzroka krize. Ako predlog bude prihvaćen, emitenti koji emituju strukturisane finansijske proizvode moraću da zadrže deo rizika u svojim knjigama i neće moći sve da distribuišu drugim licima. To će uneti disciplinu među aktere jer će, zadržavajući rizik koji emituju u svojim knjigama, postati konzervativniji u konstruisanju i upotrebi instrumenata. Takođe, kupci proizvoda moraću da sprovedu sopstveni „due diligence“, neće moći da se oslone samo na emitente ili agencije za kreditni rejting. Moraću da razumeju proizvode, što je od ključne važnosti.

Komisija je usvojila uredbu kojom su dopunjeni računovodstveni standardi u pogledu „mark to market“ zahteva i omogućeno je da vrednost imovine bliže odrazi njenu intrinzičnu vrednost tokom vremena. Problem sa pomenutim sredstvima je to što više nemaju tržišnu vrednost (zato što se njima više ne trguje), iako postoji suštinska vrednost. Praćenje modela prilagođavanja prema tržišnoj vrednosti stvara problem zato što su banke prisiljene da spuste vrednost na nulu, što ne odražava pravu vrednost tokom vremena držanja do dospeća.

Kada se radi o unapređenju regulatornog okvira u budućnosti, mnogi finansijski akteri funkcionišu na preko-graničnom nivou, imaju podružnice širom Evrope. Istovremeno, nadzor aktera uglavnom je nacionalno baziran. Evropski zakoni uglavnom su harmonizovani, ali nadzor se odvija na nacionalnom nivou. Potrebno je razmotriti poboljšanje saradnje nacionalnih regulatornih tela u nadzoru finansijskih institucija koje funkcionišu u više zemlja ili, još dalje, formiranje evropske finansijske institucije, regulatornog tela.

Slična stvar se dešava na globalnom nivou, gde se postavlja pitanje da li je potrebno menjati finansijski sistem na globalnom nivou, uključujući ulogu MMF-a, FSF-a, itd.

Kriza iz oktobra 2008. godine ne mora da bude poslednja finansijska kriza. Bankarstvo podrazumeva preuzimanje rizika i regulacijom ne može da se eliminiše sav rizik, ali su potrebne mere koje će finansijski sistem učiniti otpornijim i stabilnijim.

Finansiranje – jedan od ključnih izazova za buduću ekspanziju

Zoran Petrović, zamenik predsednika Izvršnog odbora Raiffeisen banke a.d., odgovoran za poslove trezora i investicionog bankarstva, uključujući kompaniju koja upravlja investicionim i penzionim fondom, očekuje da će regulatori postati mnogo čvršći, imajući u vidu da investiciono bankarstvo u velikoj meri nije bilo regulisano. Tako je američka Komisija za hartije od vrednosti, SEC, izmenila pravilo o nivou leveridža jedne banke.

Ali, ako se krivci za krizu traže na jednoj strani, duboko se greši, zato što je krivica na velikom broju učesnika. Greške će platiti povernici.

Neki od indikatora u regionu ukazuju na veoma dinamičan rast BDP u Istočnoj i Jugoistočnoj Evropi, kao i na rast od preko 45% važnog izvora finansiranja banaka – primarnih depozita, u periodu od 2004. do 2007. godine. Odnos „loan to deposit ratio“ (kredita finansijskih institucija u zemljama Centralne i Istočne Evrope i primarnih depozita skupljenih od stanovništva i privrede) iznosi gotovo 100, sa par izuzetaka. To govori da neka od tržišta nisu previše zavisna od finansiranja iz inostranstva. U uslovima prevelike zavisnosti od sredstava koja dolaze iz inostranstva, u uslovima kada dođe do kreditne kontrakcije na tržištima kapitala, javlja se problem finansiranja

aktivnosti, bilo da je reč o bankarima, građanima ili privrednicima.

Kriza je donela poskupljenje sredstava kojima se finansiraju aktivnosti, uključujući korporacije i vlade, naročito pojedinih ekonomija kao što su srpska, ukrajinska ili bugarska i rumunska.

Rejting agencije počele su da spuštaju kreditni rejting zemalja koje imaju deficit tekućeg bilansa, čija je najveća stavka spoljnotrgovinski deficit. Postavlja se problem finansiranja deficita u uslovima krize koja udara i na realne sektore ekonomije.

Postoje i drugi problemi zemalja u Istočnoj Evropi, kao što su Ukrajina i/ili Rusija, koje su tradicionalno vezane za „commodity market“ i značajni su izvoznici sirovina. U poslednjih godinu dana, bilo da se radi o nafti, čeliku ili drugim strateškim proizvodima, nestala je gotovo sva dobit napravljena u poslednjih godinu dana i cene su se našle na nivou od pre godinu dana.

Ima drugih zemalja u regionu koje su imale previsoku zavisnost od eksternog finansiranja, bilo da se radi o privatnim institucijama i bankama, s jedne strane, ili o državama koje su vodile relaksiranu fiskalnu politiku. U slučaju Mađarske, reč je o „balonu“ zasnovanom ne na realnoj ekonomiji, nego na štednji koja je dolazila iz inostranstva. Pošto je Mađarska država vodila opuštenu fiskalnu politiku, pokrivala je deficit emitujući hartije od vrednosti. U trenutku kada je nastao problem sa likvidnošću, naročito posle pada Lehman-a, strani investitori su počeli da naplaćuju hartije od vrednosti, ne želeći da učestvuju u „roll over-u“, ni u kupovini novih hartija od vrednosti, i odjednom je „car“, koji je bio u vrlo finom odelu i sa krunom, postao go. Kao član Evropske unije, Mađarska je dobila od ECB pet milijardi evra, a od MMF-a paket od 25 milijardi evra. Paket koji je bio namenjen velikim mađarskim bankama, kasnije i ostalim bankama, iznosi tri milijarde dolara. To govori o razmerama problema koji se javlja u slučaju isključivog oslanjanja na štednju iz inostranstva.

Na Zapadu, koji je donedavno plivao u likvidnosti, procena je da na evropsko tržište do 2009. godine dosepeva 800 milijardi dolara duga. Veoma važno pitanje biće pitanje refinansiranja. Vlade evropskih država relativno brzo su reagovala i napravile značajne planove za podršku svojih tržišta. Na primer, plan austrijske vlade vredni 100 milijardi evra, od kojih je 15 milijardi evra namenjeno dokapitalizaciji finansijskih institucija, a 85 milijardi evra garancijama za međubankarske zajmove i garancijama za emisije.

Evropska komisija i njene službe pažljivo razmatraju planove, koji su počeli da funkcionišu. Britanske banke uspele su da refinansiraju 20 milijardi dolara. U SAD, od 700 milijardi dolara, skoro polovina je upotrebljena za dokapitalizaciju finansijskih institucija i rešava se problem podržavanja kreditnog rasta i kupovne moći građana. Uticaj banaka postoji i na strani tražnje i na strani ponude. Na strani tražnje, bankari, dajući kredite sektoru individualnih korisnika, podržavaju potrošnju, koja ima pozitivan efekat na rast BDP. Sa druge strane, dajući kredite korporativnom sektoru, podstiču investicije, zapošljavanje, proizvodnju, što takođe ima pozitivan uticaj na BDP.

U finansijskoj krizi koja je zahvatila svet, glavni akteri su finansijske institucije. Padom Lehman Brothers-a pala je značajna, sistemski važna institucija i pokazalo se da ne postoji neko dovoljno veliki da ne može da padne, da institucija čija imovina iznosi 650 milijardi dolara takođe može da propadne. Konsekventno, došlo je do gubitka poverenja među finansijskim institucijama, zakačili su se tokovi između njih na novčanim tržištima, tako da su bankari postali mnogo oprezniji u svojim kreditnim politikama. To u praksi znači da se smanjuju rokovi kreditiranja, da se rizici drugačije ocenjuju, tj. određuju im se drugačije cene, kao i da se na neke industrije gleda kao na veoma rizične, kao što je mašinska industrija ili nekretnine.

U zemljama Istočne Evrope, od 2001. do 2006. godine, prosečan rast BDP iznosio je oko 6,9%, za šta je bio potreban prosečan rast kredita od preko

14%. Nedostatak kredita imaće svakako značajan uticaj na kretanje BDP u pomenutim zemljama.

Iz kreditnih rejting agencija predviđa se rast broja snižavanja rejtinga u narednom periodu tako da i po tom osnovu kompanije i finansijske institucije mogu očekivati značajno uvećane troškove izvora finansiranja.

U Srbiji je situacija slična kao u Evropi. Finansiranje se odvija uglavnom preko finansijskog sektora. Tržišta kapitala nedovoljno su razvijena. Ali, u bilansima banaka, zaključno sa prvom polovinom 2009. godine, samo 17% čine izvori iz inostranstva. Takođe, odnos kratkoročnog duga i deviznih rezervi kreće se između 14% i 15%, što daje izvesnu meru sigurnosti. Srbija će biti pogođena u oblasti „cross board“ kredita, kojih će biti manje, što zajedno sa očekivanim smanjenjem investicija postavlja pitanje finansiranja tekućeg bilansa i kretanja kursa domaće valute.

Kretanje kursa izuzetno je značajno za bankare, privredu i za građane, zato što veća depresijacija može uticati na kvalitet kreditnog portfolija, veličinu neispunjenja obaveza kod banaka, otpisa, što može vršiti još veći pritisak na bilanse banaka, podstičući ih da budu strožije u kreditnim politikama.

Srpsko tržište duga nije dovoljno razvijeno. Država gotovo ni jednom merom nije podržala razvoj tržišta duga. Inicijative da se smanje porezi nisu dale rezultate. Transakcioni troškovi za emitovanje, koji iznose 0,3% za dugoročni dug, ne omogućavaju pozitivna očekivanja u pogledu likvidnosti instrumenata, imajući u vidu poreze na prenos apsolutnih prava. Poreske procedure izuzetno su komplikovane i ne podstiču investitore, koji će biti spremni da ulaze i izlaze brzo iz svojih pozicija na tržištu. Neophodna je aktivnost države, regulatora, kao i finansijske industrije, koja će morati mnogo više da radi na obezbeđenju finansiranja u lokalnoj valuti. Centralna banka treba da obezbedi dugoročno nisku i stabilnu stopu inflacije. U poslednjih osam godina pomenuto je izostalo – lutalo se u sprovođenju monetarne politike, od toga da je kurs služio kao sidro, posle se prešlo na kamatnu stopu u uslovima kada su 2/3 depozita u inostranoj valuti. Istovremeno, ekonomija je prilično monopolizovana i nema reakcije. U celoj Evropi padaju kamatne stope, centralne banke relaksiraju monetarnu politiku, tj. pada inflacija, dok u Srbiji inflacija oživljava, monopoliisti drže robu na skladištima. Na svetskim tržištima nafta je pala sa 147 dolara za barel na 60 dolara, osim u Srbiji gde niko nije spustio cenu.

Da bi ljudi bili motivisani da se zadužuju u domaćoj valuti, potrebna je niska stabilna stopa inflacije, niske kamatne stope. Izloženost prema finansiranju u stranim valutama u periodu krize postaje prilično opasna. Valute zemalja u razvoju bile su pogođene zato što se povukao strani kapital, izašao je iz domaćih valuta i tražio da kupi svoju valutu, jen, švajcarski dolar, sa niskim kamatnim stopama, koje rastu kada pada tržište kapitala.

Jedan od instrumenata koji smanjuje ekspanziju stranog valuti je razvoj tržišta duga. U Srbiji ima dobrih kompanija, koje mogu da se finansiraju na tržištu duga, ne samo kod banaka. Ako nema tržišta kapitala, nema alternative, što nije dobro. Povoljan faktor u Srbiji je taj što još uvek odnos između kredita u privredi i BDP iznosi od 20% do 22%, tako da se privreda znatno oslanja na svoje izvore.

Govoreći o tržištu akcija kao izvoru finansiranja, situacija je slična u celom regionu. Indikativan je broj inicijalnih javnih ponuda, koji daje lošu sliku ako se isključe Poljska i Rusija, pri čemu je Češka imala 10, Mađarska 10, Slovenija dve, hrvatska dve, Rumunija 10.

Istočna Evropa i Srbija ostvarice izvestan rast, koji će biti manji nego u prethodnom periodu, ali bolji od trenutnog zatišja. U Evropi, prema izveštaju ECB, evropske finansijske institucije uspořile su kreditiranje i ostaje puno posla za regulatore i za finansijsku industriju da se stanje popravi i da se realni sektor što pre izvuče iz krize.

U prošlosti, zemljama kao što su Španija ili Norveška trebalo je između dve i tri godine da izađu

iz perioda recesije, što može da bude pokazatelj vremenskog horizonta u kome se može očekivati da svet krene ka novom ekonomskom usponu.

Globalni uticaj na lokalna tržišta

Roland Meier, generalni direktor Tele Trader Software AG, vodeće kompanije na tržištu finansijskih informacionih sistema u Austriji, Nemačkoj, Švajcarskoj i severnoj Italiji, kao i nekim državama Centralne i Istočne Evrope, predstavio je svoju firmu kao međunarodnu softversku kompaniju, specijalizovanu za pružanje analiza i vizuelizaciju finansijskih i berzanskih informacija, globalno aktivnu.

Pregled svetskih tržišta u trogodišnjem periodu pokazuje da još uvek postoje tržišta koja su u plusu, iako su američka i evropska tržišta opala između -20% i 30%, slično japanskom, gde je došlo do najvećeg pada.

Druga globalna tržišta proizvoda doživela su eksploziju cena fjučersa sredinom 2008. godine, do najviših istorijskih nivoa, posle čega su pala na nivo iz 2006. godine.

Velika povezanost tržišta u periodima krize predstavlja jedan od najvažnijih faktora – koja tržišta rastu kad druga tržišta rastu i koja padaju kad druga padaju. U novembru 2008. godine, nema puno tržišta koja rastu, ali ima onih koja manje padaju kad druga padaju, što se meri korelacijom na evropskom nivou. Nemačka, švedska, britanska i francuska tržišta imaju potpunu korelaciju, od gotovo 1.

U jugoistočnoj Evropi, na osnovu integrisanih podataka o pojedinačnim tržištima i Stoxx indeksa za južni Balkan, vidi se da u trogodišnjem periodu postoje nešto bolji rezultati. Tržišta Slovenije i Hrvatske još uvek su u plusu, iako se u svetu skoro svuda beleže minusi. Slabiji rezultat Belex 15 posledica je i političkih i drugih dodatnih faktora koji su uticali na tržište.

Korelacija između Srbije, Slovenije, Hrvatske i Bosne nije velika i iznosi približno od 0,6 do 0,7.

Podaci od početka 2008. godine do sredine novembra 2008. pokazuju pad indeksa do 85%. Regionalna tržišta osetila su efekte finansijske krize i odliva međunarodnog kapitala.

U Austriji, krizi je prethodilo veliko povećanje prometa koji su izazvali međunarodni investitori, dok poslednjih meseci novac odlazi u druge svrhe finansiranja.

Poređenjem korelacije Belex 15 sa DAX, FTSE i Dow Jones, uočava se niska korelacija od 0,5 što znači da uticaj međunarodnih tržišta postoji, ali nije krucijalna stvar. Korelacija je manja nego na drugim tržištima.

Indeksi tržišta imaju malu korelaciju sa nafom, kao i sa zlatom – ispod 0,3%.

Evropska tržišta su u značajnoj međusobnoj korelaciji, dok su tržišta u razvoju mnogo manje povezana sa ostalim međunarodnim tržištima. Srpsko tržište slabo je povezano ili nije povezano sa međunarodnim indeksima i tržištima robe, kao što su tržišta nafte i zlata.

Veliki broj poznatih imena u lošoj situaciji predstavlja problem za celu delatnost. Tako klijenti ne veruju bankama, banke ne veruju jedne drugima. Nedostatak poverenja kao globalni problem utiče na društvo u celini i nanosi znatne štete nacionalnim ekonomijama.

U nastojanjima da se uspostavi poverenje, intervencije država postigle su uspeh, ali ograničen. Dobra stvar je zajedničko delovanje učesnika na tržištu. Berze imaju veliku ulogu u edukaciji javnosti, informisanju i transparentnosti u odnosu na javnost i male investitore. Reč je o ulozu koju treba pojačati da bi se povratilo poverenje fizičkih lica i investitora u tržišnu infrastrukturu i proizvode.

U Zapadnoj Evropi postoji povećanje garantovanih investicionih proizvoda. Ako garancije daje međunarodna banka, javlja se problem nepoverenja.

U okviru edukacije, firma je pokrenula novu igru za berzansko obrazovanje sa Volks bankom. Godinu dana ranije, igra je doživela veliki uspeh

i mnogi privatni investitori učestvovali su u njoj učeći kako funkcionišu tržišta kapitala. Na tržištu, najvažnija je svest o riziku. Na investitorima je da drže rizik pod kontrolom u najvećoj mogućoj meri.

Stoga su potrebni ne samo lokalni podaci, već i međunarodni. Kada je reč o bankama i brokerima, važno je da obezbede sveobuhvatne informacije, koje uključuju i rizik proizvođača.

Investitori su zainteresovani za bolji uvid u dešavanja na balkanskim tržištima. Firma obezbeđuje podatke sa svih berzi u regionu u realnom vremenu, kao i najbolji kvalitet podataka. Takođe, integriše fundamentalne podatke o pojedinačnim hartijama od vrednosti u sisteme, uključujući finansijske podatke, podatke o akcionarima, rukovodstvu, tehničku analizu. Finansijsku analizu podataka, strateške i operativne podatke.

Globalni problem – lokalna glavobolja

Richard Barden, direktor prodajne mreže Tenfore Systems, Ltd., analizirao je korelaciju između energetskog i primarnog tržišta kapitala.

Koncept pristupa tržištu menjaće se u budućnosti. Počinje stvaranje manje razvijenih tržišta za povezivanje sa razvijenijim.

Glavna tržišta energije su Nymex, Čikago, Londonska robna berza, IPE. Osnovni ugovori za sirovu naftu nalaze se u Londonu i Njujorku. Javlja se nova tržišta koja će preuzeti likvidnost od pomenutih berzi ili imati nepredviđene uticaje na tržišta. Primer je zajedničko tržište berze u Dubaju i Nymex-a – lokalni trgovinski centar za naftu i gas na Srednjem Istoku. Postoje i pod-tržišta, koja su relativno razvijena, kao APEX – za gas i energiju ili Northpole, koji je skandinavski ekvivalent za gas i energiju.

Najveći akteri su brokeri – koji imaju svoje platforme i „dark pools“, na kojima se trguje gorivom, kerozinom. Oni ne žele da trguju osnovnim proizvodima i aktivno traže najnelikvidnije proizvode da bi zaradili provizije.

Ako postoji korelacija između tržišta energije i kapitalnog tržišta, pretpostavimo da je negativna. Tržište energije je osnovna roba koja se prodaje i ugovori za prodaju energije po visokim cenama negativno se odražavaju na tržišta akcija.

Postoji neka vrsta inverzne korelacije, posebno u poslednjih šest do devet meseci – S&P 500 je opao, dok je indeks sirove nafte na Nymex ubrzao rast.

Ruska inicijativa da se formira organizacija za gas koja bi uključivala najveće proizvođače gasa može da ima za posledicu uticaj na stabilizaciju cena.

Važniju promenu u kontekstu međusobnih veza između različitih tržišta u budućnosti čine elektronski brokeri, stvaranje novih tržišta, novih proizvoda, platformi za elektronske derivate. U Evropi, u skladu sa Mifid otvorila se multilateralna platforma za trgovanje elektronskim derivatima. Investicione banke će pokušati da preuzmu kontrolu nad prilivima na tržištima tako što će kontrolisati platformu, što će uticati na razvijena tržišta.

Elektronski brokeri i platforme zahtevaće „dark pools“ i dolaziće do interakcije između učesnika i novih platformi koje su osnove banke, što će uticati na trgovanje, u kome su potrebni različiti podaci. To će imati različit uticaj na način posmatranja tržišta i odluku o mestu trgovanja.

Stvorice se čitav niz novih proizvoda i klasa proizvoda, koji će biti povezani sa raznim projektima, kao što su svopovi ili hedževi koji su povezani sa robnim proizvodima. U interesu banaka je da pronađu nove proizvode.

Problem nepoverenja rešava se novom regulativom. Brokeri će pokušati da nađu neko novo mesto sa manje regulative, gde postoje drugi proizvodi koji donose zaradu ... Evropska unija nastojće da prati aktivnosti brokera. U suprotnom, aktivnosti će se premestiti na drugo mesto, izazvati drugu krizu, u koju će biti uključene druge vrste proizvoda.

U regionu je prvi put ponuđeno da evropske i severnoameričke banke mogu da trguju elektron-

ski, direktno na lokalnom tržištu. Pitanje je kako će to uticati na nedostatak korelacije sa regulisanim tržištima – da li će veći broj međunarodnih aktera dolaziti na lokalno tržište i da li će im biti olakšan elektronski pristup?

Potrebno je imati svest o uticaju novih instrumenata, tehnologije, veza, na biznis, naročito trgovanje.

Posebno značajan je uticaj algoritamskog trgovanja. Tenfore je zabeležio rast prenosa podataka mrežama od 50%, od januara 2008. godine, što je uticalo na poslovanje svih aktera. Mogućnost kontrole obima podataka, efekti i posledice po trgovanje, strategija trgovanja bazirana na likvidnom tržištu, zahtevaju reviziju.

Tržište se menja, algoritamsko trgovanje dodaje nestabilnost, posebno na Londonskoj berzi, gde se preko 50% trgovanja odvija elektronskim putem, pa se postavlja pitanje kakav će biti efekat na lokalno trgovanje?

Na nova tržišta doći će novi akteri u naredne dve do tri godine, zato što je omogućen direktan pristup – kakav će uticaj imati ponašanje tržišta i kakva će biti korelacija sa međunarodnim tržištem, kakve će strategije imati investitori i trgovci?

Svima je potreban kapital da mogu da trguju na novom tržištu. Direktan pristup lokalnom tržištu i ispostavljanje naloga na međunarodnom tržištu zahteva bolju konektivnost. Bolja povezanost, bolji podaci, zahtevaju više ulaganja, bolji softver, bolji hardver, veće izdatke za konsultante.

Mašine neće zameniti ljude, ali nova tehnologija je dostupna i biće sve manje aktivnog fizičkog trgovanja, ljudi će imati sposobnost nadzora.

Pravila Basel II i kriza

Postoji gledište da su pravila Basel II doprinela metehu u bankarskom sektoru. Banka Northern Rock bila je žrtva u smislu da standardi favorizuju solventnost i da je kriza likvidnosti doprinela da banka, iako je bila u skladu sa zahtevima Basel II, nije odgovorila na zahteve likvidnosti, tako da je došlo do kraha. Evropska unija kroz Direktive 2006/48 i 2006/49 transponuje pravila u sistem Evropske unije – da li postoje tendencije za revizijom i kakva je budućnost direktive o adekvatnosti kapitala?

Michael Fridrich, iz Evropske komisije, smatra da su zahtevi u pogledu kapitala važni. Pravila Basel II doprinela su boljoj regulaciji. Uvedene su izmene u oblasti sekjuritizacije i SPV-a, u smislu da inicijatori koji emituju proizvode moraju da preuzmu deo rizika, što je još uvek predlog.

Prema mišljenju Petrovića, učesnici koji idu u sekjuritizaciju treba jedan deo proizvoda da zadrže u bilansu i da odvoje „equity“. Takođe, postoje pravila na temu ko će moći da kupuje proizvode, u smislu da se zahtevaju kvalifikovani investitori, koji razumeju proizvod. Finansijske institucije uzimaju kratkoročne obaveze i pretvaraju ih u dugoročnu aktivu, zarađujući novac. Same banke moraju da imaju odgovarajuće limite za „liquidity gaps“. U zavisnosti od čvrstine upravljanja rizikom banke, u postavljanju limita i kontroli postiže se stabilnost finansijske institucije. Northern Rock finansirao se na kratkoročnom tržištu, koje je propalo kao posledica nepoverenja i ostao je bez izvora finansiranja, dok je na strani imovine ostala duga aktiva. Model nije mogao da izdrži u uslovima poremećaja.

Danas, evropske banke u proseku imaju „lavage“ (odnos između bilansa i „equity“) između 30 i 50, dok za 20 najvećih evropskih banaka iznosi oko 25%. Jedan od problema u SAD je što su 2004. godine ukinuli pravilo koliki leveridž moraju da imaju investicione banke i tada je počelo preuzimanje mnogo veće obaveze nego što bi „equity“ dozvolilo.

U Srbiji, finansijski sektor je siguran, zato što je imao čvrstu monetarnu politiku i politiku supervizije – odnos između „balans sheet“ i „equity“ za prvu polovinu 2008. godine je bio 4. Možeće je postići solventnost, uz istovremenu nelikvidnost, ako nisu planirani novčani tokovi.

Institucionalne ekonomske veze Evropske unije i Srbije i ekonomski nalazi Izveštaja o napretku Srbije u 2008. godini

Frank Kohlenberger, iz Evropske komisije, tačnije, iz Generalnog direktorata za ekonomska i finansijska pitanja, predstavio je ekonomske nalaze izveštaja o napretku za Srbiju za 2008. godinu. Izveštaj je završen u septembru 2008. godine, što znači da je uključeno širenje finansijske krize do septembra 2008. godine, kao i da su podaci za Srbiju donekle zastareli.

Trenutno, svet se nalazi usred najgore finansijske krize u poslednjih nekoliko decenija, a može se reći i od II svetskog rata. Globalni finansijski sistem trenutno je u periodu krize bez presedana. Finansijske institucije i tržište su potreseni, što je imalo za rezultat kolaps nekoliko velikih sistemskih institucija i dovelo je do javnih intervencija u finansijskim sistemima, u razmerama koje nisu viđene poslednjih decenija.

Globalni finansijski sistem veoma je oslabljen velikim gubicima nelikvidnih sredstava, što je posebno uticalo na mogućnost finansiranja i dovelo do ekonomskog slabljenja. Ekonomije u razvoju u Evropi do nedavno su mogle da odole krizi, ali sada su izložene većim rizicima. Apetiti investitora i manja sklonost riziku investitora doveli su do smanjenja tržišta, što je povećalo pritisak na lokalna tržišta i rezultiralo povećanjem cene kredita.

Došlo je do promene okruženja u velikom broju zemalja. Lokalne banke imaju veću izloženost hipotekarnim kreditnim proizvodima, što je smanjilo mogućnosti na lokalnom tržištu za komplikovanim proizvodima. Sa pojačanjem globalne finansijske krize od polovine septembra 2008. godine, zemlje u razvoju, koje su izgledale dovoljno imune na šokove, sada su na testu. Globalne finansijske institucije povećale su troškove kreditiranja i investitori imaju sve manje spremnosti da prihvate rizik. Na novim tržištima, koja se razvijaju posebno u zemljama sa visokim deficitom tekućeg računa, kao što je Srbija, primenjuje se sve više restriktivna finansijska politika i ti pritisci su se preneli na pritiske na kursnu stopu, što je rezultiralo većim kamatnim stopama na domaćem tržištu i većim pritiskom na domaća tržišta.

Kombinacija globalnih pooštavanja kreditnih uslova i značajnog smanjenja globalnog razvoja, kao i potreba za striktnijom fiskalnom politikom, nastaviće da usporavaju rast ekonomija. Značajno će se smanjiti i razvoj ekonomije na domaćem nivou. Došlo je do pooštavanja uslova odobravanja kredita u Srbiji. Zajedno sa rastom domaćih kredita i kreditnim portfolijom, banke su izložene rizicima u realnom sektoru. Banke moraju da povećaju provizije za loše zajmove i unutrašnju kontrolu rizika, što bi moglo da dovede do velikog smanjenja rasta kredita kako bi se zaštitio kapital banaka.

Domaće banke u Centralnoj i Istočnoj Evropi imaju visoke negativne devizne pozicije u odnosu na međunarodne zajmodavce. U tim zemljama održavanje rasta kredita zavisi od međutržišnih zajmova iz inostranstva i od domaćih banaka. Većina banaka je izložena usporavanju razvoja tržišta. Velike banke u Austriji i Italiji pod velikim su pritiskom globalnog kreditnog šoka. Iako većina banaka i dalje želi da ostane dugoročno u regionu, banke će imati sve manje mogućnosti da daju kredite bankama u Srbiji, a ako se kriza i dalje produbi, doći će do većih pritisaka u domaćem bankarskom sistemu. U takvim uslovima, premijum održavanja makroekonomske okvira stabilnim će se povećati. Srbija neće ostati izvan domaća krize. Naprotiv, ekonomski razvoj smanjiće se još više u 2008. godini, kao i priliv sredstava i biće potrebna još striktnija fiskalna politika.

U odgovoru na krizu, prvo mora da se odredi stabilan makroekonomski okvir, posebno restriktivna fiskalna politika, da bi se smanjila potreba za eksternim finansiranjem. Mora da se osigura fleksibilnost operacija na tržištu, likvidnost, da se smanje ostali pritisci na tržište. Neophodni su planovi za nepredviđene situacije i operativne kapacitete kojima se osigurava devizna likvidnost. Mora da se poboljša saradnja između domaćih finansijskih supervizora.

Potrebno je učenje na iskustvima i najboljoj praksi. Takođe, preporučuje se prihvatanje saveta i finansijske podrške MMF-a.

U okviru ekonomskog nalaza o napretku Srbije u 2008. godini, stavljen je naglasak na pažljiv i restriktivan makroekonomski okvir, koji se ocenjuje poslednjih 12 meseci do kraja septembra 2008. godine. Ukupna makroekonomska stabilnost manja je nego što je bila. Ekonomija i dalje raste na solidnoj bazi, iako su se inflatorni pritisci ponovo pojavili u 2007. godini, posebno zbog šokova cene energije i nafte, kao i povećane tražnje na domaćem tržištu, izazvane povećanjem plata. U drugoj polovini 2008. godine, inflacija je počela ponovo da raste. Deficit u spoljnom bilansu i dalje je veliki i u 2007. godini porastao je za 20%. Što se tiče finansiranja, do kraja septembra 2008. godine činilo se da ima dovoljno finansijskih sredstava na raspolaganju, posebno srednjoročnih i dugoročnih zajmova, što se možda neće nastaviti u sledećem periodu.

Kao rezultat rasta duga, finansiranje spoljnog deficita iz dugovanja poraslo je na 65% BDP u 2007. godini. Uslovi na tržištu rada donekle su se poboljšali. Stopa nezaposlenosti pala je za 13% u drugom kvartalu 2008.

godine, iako sve više raste razlika između potrebe i tražnje za kvalifikovanim radnicima, što predstavlja glavnu prepreku za razvoj novih ekonomskih sektora privrede. Fiskalna politika i dalje je ekstenzivna. Došlo je do smanjenja makroekonomske stabilnosti, bilans vlade smanjio se za minus 0,9% BDP u odnosu na minus 0,5% BDP u 2007. godini i sad iznosi 29%.

Neto zajmovi su i dalje mali, kao i prihodi iz privatizacije iz 2007. godine. Taj izvor finansiranja se isušuje, posebno zbog teškoća da se dobiju sredstva.

Rebalans budžeta u 2008. godini, predviđa deficit od minus 2,7%, ali procena je da će biti mnogo veći nego što je predviđeno u rebalansu budžeta i da će se kretati oko 2%.

Strukturne reforme su realizovane kao posledica političkih događaja u poslednjih 12 meseci. Primećen je određeni progres u sektoru bankarskih i finansijskih usluga.

Bilo je uspešnih privatizacija društvenih preduzeća, ali krajnji rok za okončanje privatizacije mora da se produži. Rešavanje problema društvenih preduzeća se usporilo. Poslovno okruženje u Srbiji nije se propravilo i nije primećen bilo kakav napredak pravnog sistema. Strukturne reforme u poslednjih 12 meseci nisu intenzivirane.

Osnovni izazovi povezani su sa smanjivanjem makroekonomske stabilnosti u sledećim godinama, u smislu da je potrebna finansijska konsolidacija i jačanje makroekonomske stabilnosti. Mora se završiti privatizacija, likvidacija društvenih preduzeća i državnih banaka i osiguravajućih društava. Takođe, mora se podržati konkurencija i privatizacija infrastrukturnih preduzeća i komunalnih preduzeća. Mora se smanjiti neophodna regulativa, ali i pojačati makroekonomska stabilnost i povećati efikasnost pravosudnog sistema. Potrebno je da se privatizuje državno poljoprivredno zemljište, građevinsko zemljište, kao i da se poboljšaju programi na akademskim institucijama.

U „stand by“ aranžmanu koji je Vlada Srbije potpisala sa MMF-om, predviđen je deficit u budžetu od 1,5% BDP, inflacija od 8%, kao i finansijska podrška od 516 milijardi dolara, koja se neće koristiti bez preke potrebe. Postavlja se pitanje, uz sve pomenuto, da li i koliko ovakav sporazum sa MMF-om može da reši najveći problem u Srbiji – nelikvidnost, uključujući i fiskalnu stabilnost, što se prenosi na stabilnost banaka i na stabilnost kursa dinara?

Program MMF-a pomaže da se eksterno učvrste politike. U tom kontekstu, program pomaže da se nađe uporište u fiskalnoj politici. Finansiranje velikih eksternih deficita već stvara problem.

Tokom prisustva stalnog predstavnika MMFa u Srbiji, do kraja 2007. godine, uvek se zahtevalo da postoji fiskalni suficit, da bi mogao da pokrije deficit. Globalna likvidnost je tada bila veoma dostupna. Trenutno, svet je u fazi globalne nelikvidnosti. Fiskalna politika Srbije biće okrenuta stabilizaciji, što predstavlja signal za strane investitore.

Likvidnost bankarskog sistema biće indirektan efekat, kao neka vrsta potvrde MMF-a, što će uticati na sentimente među investitorima.

Kada se radi o stabilnosti kursa, imajući u vidu da fiskalna korekcija nije velika, može se pretpostaviti da će biti potrebne veće korekcije.

Kada je reč o prognozama za 2009. godinu koje se odnose na BDP u Srbiji, verovatno će biti usporavanja rasta. Aktivnosti finansijskog posredovanja, transporta, građevinarstva, usporavaće se. Poljoprivreda, koja još uvek igra veliku ulogu u srpskom BDP, mogla bi da doprinese. Moglo bi da bude izvesnog rasta, približno od 7% do 8%. Ako je rast od 3%, ima se utisak recesije, sa stanovišta smanjenja poreskih prihoda za državu, što se efektira na zaposlenost.

Ako pogledamo trgovinsku statistiku, Srbija je veoma integrisana. Na osnovu udela uvoza i izvoza u BDP, Srbija je veoma integrisana u evopsku ekonomiju, što će imati uticaj u smislu ekonomskog slabljenja. Posebno kada se imaju u vidu dešavanja na glavnim tržištima, u Nemačkoj ili Italiji, koje će doživeti veliko usporavanje, sa neizvesnim vremenom trajanja. Prognozira se da je Španija, koja je imala dug period brzog rasta, već u recesiji. Sve zemlje koje se oslanjaju na izvoz ili, kao Velika Britanija, imaju veliku ulogu finansijskog sektora u ekonomskom rastu, mogu da se nađu u problemima. U novim zemljama članicama Evropske unije, situacija bi mogla da bude još problematičnija, zbog potrebe za eksternim finansiranjem. Nivo valutnog kursa ukazuje na gomilanje pritisaka. Sve pomenuto odraziće se na Srbiju, preko promene nivoa porudžbina u industriji čelika, gume, itd.

U Srbiji, rok za završetak privatizacije trebalo bi produžiti, iako Vlada Srbije ne odustaje od namere da krajnji datum bude kraj 2008. godine. Jasno je da ekonomska situacija mora da ima uticaj na interesovanje za srpska preduzeća i prihode koji mogu da se realizuju od privatizacije.

Kratak prikaz stvaranja mehura: neke važne karakteristike tekuće globalne finansijske krize koje treba imati na umu

Aldo Martinez, advokat i partner, AJM Advisory Services, konsultant u oblasti regulative u finansijskoj industriji preko 30 godina, koji je radio i kao potpredsednik regulative na New York Stock Exchange do 2008. godine, fokusirao se na četiri aspekta, uključujući verovatnoću, politički aspekt, psihološku stranu i ekonomsku stranu.

Da li je kriza mogla da bude identifikovana? Da li bi kriza iz 1920-ih i 1930-ih godina mogla da se ponovi i u kojoj meri?

Sa tačke gledišta političke analize u SAD, velika količina novca na raspolaganju pre krize iz 2008. godine, po niskim cenama, bila je posledica pokušaja da se manjinama da veći pristup jeftinim sredstvima, da bi se povećao opšti standard. Ali studije su pokazale da manjine nisu imale toliko koristi od sredstava koja su bila na raspolaganju. U odgovoru na pitanje krivice, postoji ukršteno dejstvo velikog broja faktora. Važno je sa političke tačke gledišta da se shvati ne samo šta je prouzrokovalo krizu, već i kako su razne komponente doprinele krizi. Tada će biti na raspolaganju rešenje koje može da spreči ponavljanje krize u budućnosti.

Psihološki aspekt uključuje „teoriju veće budale“. Postoje dve vrste špekulanata – jedna koja veruje da ima pravu investiciju koja će rasti i druga koja veruje da će investicije nastaviti da rastu, a da će drugi nastaviti da kupuju. Takva je bila situacija u SAD, gde su se dešavale stvari suprotne konceptu ponude i tražnje – za cenu na tržištu nekretnina, bizaro, kupci su dolazili sa ponudama iznad ponude prodavca, što je bio novi element. Bilo je dosta novca po niskim kamatama, došlo je do velikog smanjivanja kriterijuma odobravanja kredita.

Ekonomski koncept – AIG kompanija za osiguranje u SAD, angažovala je stručnjaka da napravi modele rizika, u skladu sa strukturisanim proizvodima, iako nije obezbedila dovoljno informacija neophodnih za pravljenje modela rizika, tako da potencijalni otpisi i smanjenje vrednosti sredstava ili margina koje je trebalo kasnije dati, u slučaju pada vrednosti nepokretnosti, nisu uzete u kalkulaciju. Niko nije obraćao pažnju na to da je reč o modelu baziranom na riziku.

Kada je reč o regulativi, postoje mnogi potencijalni razlozi finansijske krize, tačnije, kombinacija mnogih uslova u tržišnoj strukturi.

Završena je početna faza (pročišćenja) izlaska iz krize, sledi naredna faza i, kao rezultat, firme neće biti profitabilne određeni period. Dok ne postanu potpuno profitabilne, nema izlaska iz krize u potpunosti.

Koncept procene rizika podrazumeva da je nemoguće sve razumeti, ali ne mogu se zanemarivati fundamentalne stvari. Potrebno je identifikovati šta može da pođe naopako, – kako sistem funkcioniše, ko poseduje rizik? U SAD, došlo je do udvostručenja i utrostručenja prometa na tržištima, za šta je bio potreban kapital, više jeftinog novca. Uslove i procenu rizika treba da rade pojedinci, tržišta i političari, državni organi, svi.

Šta koncept „dark pools“ znači za transparentnost tržišta, za likvidnost? Iako poboljšavaju likvidnost, šta znači nekoliko desetina „dark pools“ za fragmentaciju tržišta? Pomenuta pitanja predstavljaju deo procene rizika.

Za uspešno suočavanje sa promenama, potreban je kapital i infrastruktura, što je problem za kompaniju, čitavu zemlju i ekonomiju.

Ono što se dešava na jednoj strani sveta, dešava se svugde, pre ili kasnije. Da li raditi lokalno ili kao deo globalne infrastrukture? Svaka zemlja na svetu deo je globalne ekonomije. Niko nije sam i to je jedna od stvari vezanih za lokalni uticaj koju su svi osetili u toku krize.

Najvažnija pouka iz krize je da, ako se nešto ne razume, ne treba davati odobrenje. Uključivanje drugih lica u projekat podrazumeva odgovornost, pažnju i ugradnju kvalitetne analize u svaku ideju. Treba biti sopstveni kritičar da bi ideje izložili najboljim rešenjima.

Nismo sami: sa ekonomske tačke gledišta, svet nije okrugao, već ravan i svi smo u njemu zajedno.

Postojale su indikacije u prošlosti koje su nagoveštavale krizu, kao što je razlika između kamatnih stopa na međubankarske kredite i kratkoroč-

ne državne obveznice SAD. Rast kamata i povećanje „spread-ova“ ukazuju na trend naniže na tržištu. Kamate su rasle i promena indeksa Dow Jones, od septembra do novembra 2008. godine, pokazuje veliki pad.

Ekspteri u SAD smatraju da je za izlazak iz krize neophodno sređivanje tržišta nekretnina.

Krajnji efekat krize je porast stope nezaposlenosti. Nema izlaska iz krize bez poboljšanja situacije sa nezaposlenošću, koja će na kraju postati kriza zaposlenosti.

Sve se svodi na radna mesta – kompanije imaju odgovornost prema akcionarima i to podrazumeva eliminisanje radnih mesta. Koliko će trajati, zavisi od kolektivne svesti.

Profesor Popović je našao argumente u prilog globalne finansijske krize. Zahvaljujući krizi, dobijen je utisak koliko je svet globalizovan. U normalnim uslovima nema jasne slike međusobnih veza. Moramo da imamo na umu efekat preliivanja da bi shvatili stepen povezanosti, od Enrona do Lehman Brothers, od Velike depresije 1930. godine do depresije 2008. godine, od Alana Geenspen-a do Ben Bernanke-a, od Bush-a do Obame, od najboljeg izvršenja do izbegavanja najboljih standarda. Svet se kreće u boljem smeru. U hitnim situacijama potrebno je kretati se brže nego obično.

Sa tačke gledišta bankarstva, globalna kriza je podsetila na iskustvo vezano za modele ocene rizika – nemoguće je oslanjati se na modele i softver ako se unose loši podaci.

Važno je shvatiti koliko je opasan transfer odgovornosti. Alain Grinspen je objasnio da se oseća krivim zato što je propustio mogućnost da identifikuje malignitet hipotekarnog sektora, iako se ne oseća krivim zbog kamata u SAD, zato što je pokušavao da implementira politiku koju su nametnuli političari poslovnoj zajednici.

Posle svih kolapsa, pojavljuju se novi zakoni – Sarbane Oxley posle Enrona, a posle slučaja Lehman očekuju se novi zakoni.

Positivan aspekt je kada se nalazimo na samom dnu, to je jasan signal da se suočavamo sa trendom naviše.

Aldo Martinez je naglasio da je neophodno razmisliti o uzrocima i efektima. Neophodno je razumevanje lica koja preuzimaju rizik, koji nikad ne nestaje i ima širok efekat i uticaj.

Mora da postoji razumevanje potreba za regulacijom. Ako se ne obezbedi odgovarajuća regulacija, posle ogromnog novca koji je vlada stavila na raspolaganje problem će se ponoviti.

Kada je reč o samoregulisanju, gospodin Martinez veruje u samoregulaciju, kao i da postoji odgovarajuća struktura – u SAD, FINRA i NYSE saradivale su na reviziji samoregulativnih struktura. Uveden je veliki broj promena, uz pojednostavljenje i povećanje efikasnosti regulative.

Ako možete da sredite situaciju sa samoregulacijom, ako imate mogućnost da kvalitetan proces bude ugrađen u vaš sistem, to je dobro.

Realna, razumna regulativa dobra je za biznis. Samoregulacija mora da postoji i moraju da je primenjuju sve komponente na tržištu. U suprotnom, nema sistema odgovornosti na tržištu.

Na pitanje o konvergenciji, ne samo finansijskih usluga nego i finansijskih tržišta, u smislu da postoje sve veći finansijski konglomerati koji pružaju investicione, bankarske i osiguravajuće usluge, gospodin Martinez odgovorio je da je posle Velike depresije Gass Steagal-ov zakon u SAD podelio funkcije i odvojio brokere od ostalih funkcija u industriji, kao bi se eliminisale špekulacije fondovima.

Posle najnovije krize, u SAD je promenjen način poslovanja. Vlada razmatra promene institucija. SEC je vršio nadzor nad brokerima, Federalne rezerve nad banakama, nije bilo preklapanja. FINRA i NYSE razmatrali su zahteve u pogledu kapitala i korišćenje kapitala, ali u bankarstvu SEC nije imao pristup. U budućnosti, SAD će ponovo razmotriti institucije i, na primer, integrisana komisija mogla bi da nadgleda poslovanje svim derivativima.