

*Др Борђе Појов, редовни професор  
Правној факултету у Новом Саду*

## ИНВЕСТИЦИЈЕ И ПОСЛОВНА КЛИМА

**Сажетак:** *Вашињтонски консенсус представља скућ прейорука инстиуција са седитијем у Вашињтону о мерама које треба да предузимају земље у развоју и земље у транзицији како би убрзале свој привредни развој и учиниле своје привредне системе компатибилним са привредним системима развијених земаља. Важан елемент Вашињтонског консенсуса треба да представља и стварање одговарајуће пословне климе за инвестирање како домаће, али и пре свега иностраног капиталала.*

*Једна од појава у привредама земаља у развоју је и доларизација, тј. штедња и обављање трансакција у страниј валути. У раду се указује на негативне последице овог феномена, као и на мере које је потребно предузети да се невољни ефекти доларизације умање и на дужи рок сама појава елиминира.*

*У раду се наводе и економске мере које је потребно предузети да би се обезбедио одрживи развој у земљама у развоју и земљама у транзицији. Те мере се нужно не додварају са прейорукама Вашињтонског консенсуса.*

*Последњи део рада је посвећен анализи законодавне регулативе и њених резултата у земљама Европске уније када је реч о прописима који су усмерени са стварање пословне климе за привлачење страних инвестиција, али и реинституирања компанија.*

**Кључне речи:** *стране инвестиције, пословна клима, Вашињтонски консенсус, доларизација, економски развој, дејрецијација, ајрецијација, штејширана инфлација, „балон“ цена, bailout, Европска Унија, домицил, корпоративно право.*

## Вашингтонски консензус и привредни развој

Термин „Вашингтонски консензус“ је развијен да би се њиме означило становиште финансијских институција са седиштем у Вашингтону – Међународног монетарног фонда (ММФ), Светске банке и Федералних резерви САД<sup>1</sup> – о томе под којим условима и којим мерама треба да се убрза привредни развој земаља у развоју и земаља у транзицији.

Вашингтонске институције препоручују као мере за подстицање привредног развоја, пре свега: приватизацију, укидање националних монопола, гарантовање својинских права, акцију за смањивање корупције, подстицање конкуренције, укидање финансијских рестрикција за слободно кретање капитала као и слободно кретање роба преко границе, тј. укидање царинских баријера.

Циљ је како се наводи увођење чисте тржишне економије. Слободна трговина и финансијска либерализација, која после процеса прилагођавања треба да укључи мање више све финансијске трансакције, су неопходне претпоставке таквог приступа. Визија „Вашингтонског консенсуса“ је стварање стабилног окружења за деловање тржишта.

То би требало да створи оквир за стабилан економски развој који би био резултат деловања тржишта. На неки начин Смитова „невидљива рука тржишта“ би требала да обави улогу главног подстицаја, али и гаранта привредног развоја.

Основни елементи „Вашингтонског консенсуса“ како га је дефинисао Вилијамсон<sup>2</sup> 1990, као и допуне како их је 2003. видео Родрик<sup>3</sup> представљени су у Табели 1.

Макроекономска политика сугерисана „Вашингтонским консензусом“ и његовим „додатком“ могла би се према томе сумирати на следећи начин:

1. Уздржавање од високе инфлације – што не значи да се једноцифрене стопе инфлације не би могле толерисати<sup>4</sup>.

2. Уравнотежен буџет – у случају да се не може остварити уравнотежен буџет, томе се мора тежити, а толерисаће се само низак буџетски дефицит.

3. Мали или занемарљив дефицит платног биланса.

4. Политика флексибилног девизног курса. У противном увођење и придржавање фиксног курса.

---

<sup>1</sup> Фонд федералних резерви (US Treasury) је уствари централна банка САД.

<sup>2</sup> Williamson, John, 1990, *What Washington Means by Policy Reform*, Washington DC., Institute for International Economics.

<sup>3</sup> Rodrik, Dani, 2003, *Growth Strategies*, Harvard University, *Handbook of Economic Growth*.

<sup>4</sup> Види: World Bank, 2003, *Macroeconomic Issues*, PRSP Sourcebook, Chapter 6, Washington DC.

Табела 1.  
ПРАВИЛА „ВАШИНГТОНСКОГ КОНСЕНСУСА“ И ДОПУНЕ

Вашингтонски консенсус (Вилиамсон 1990.)	Допуне Вашингтонског консенсуса (Родрик 2003)
1. Редукција буџетског дефицита до нивоа да не утиче на инфлацију	1. Друштвено управљање.
2. Преумеравање јавних расхода на секторе као што су образовање, инфраструктура, итд.	2. Борба против корупције.
3. Пореска реформа у правцу смањивања стопа и ширења броја обвезника.	3. Флексибилно тржиште рада.
4. Финансијска либерализација, пре свега кроз тржишно утврђивање каматних стопа.	4. Придржавање правила СТО. <sup>5</sup>
5. Девизни курс које ће обезбеђивати конкурентност и брз раст нетрадиционалног извоза.	5. Придржавање међународних финансијских кодекса и стандарда.
6. Укидање квантитативних ограничења увоза и смањивање царинских стопа.	6. Придржавање међународних стандарда рачуноводства и ревизије.
7. Укидање баријера за стране директне инвестиције.	7. Прихватање „чистог“ режима девизног курса.
8. Дерегулација за отпочињање нових бизниса.	8. Независна централна банка, и прихватање принципа, циљне (таргетиране) инфлације.
9. Приватизација предузећа у државном и друштвеном власништву.	9. Мрежа социјалне сигурности.
10. Заштита имовинских права, пре свега у приватном сектору.	10. Мере за смањивање сиромаштва.

Извор: Hansjoerg, Herr/Jan, Priewe, Beyond the „Washington Consensus“ – Macroeconomic Policies for Development, International Politics and Society, Bonn, 2/2005, стр. 84.

<sup>5</sup> СТО – Светска Трговинска Организација, настала из ГАТТ-а – Општег Споразума о Царинама и Трговини. Задатак јој да, пре свега, регулише односе у трговини на глобалном нивоу, али у новије време инсистира и на одређеним мерама економске политике земаља чланица.

То је једна од последњих организација на глобалном плану чији Србија, нажалост, није члан.

Главни инструменти за реализацију овако постављених циљева макроекономске политике требало би да буду:

- рестриктивна монетарна политика,
- контрола новчане масе,
- реализација таргетиране<sup>6</sup> инфлације,
- рестриктивна буџетска политика.

„Вашингтонским конзенсусом“ као и његовим „додатком“ предвиђено је да ако се остваре ови циљеви политике стабилизације и прилагођавања, у том случају земља која то реализује може да рачуна на кредите под повољним условима од стране Вашингтонских институција као и других донатора. Овим начином финансирања треба да се привуче приватни капитал, у свим облицима, тј. у виду банкарских кредита, портфолио инвестиција, али и директних инвестиција из иностранства (FDI)<sup>7</sup> и да се тиме надокнаде неразвијеност домаћег финансијског сектора, као и непостојање домаће штедње.

Прилив иностраног капитала се очекује, јер се земље у развоју и земље у транзицији, сматрају као финансијска тржишта у развоју на којима се имајући у виду већи степен ризика могу очекивати и веће стопе повраћаја капитала, тј. већа зарада.<sup>8</sup> Ови процеси такође треба да резултирају укључивањем ових земаља у светски глобални финансијски систем.

### **„Доларизација“ и њене опасности**

„Доларизација“ је коришћење страних конвертибилних валута у земљама у развоју и земљама у транзицији као валуте у којој се штеди, дају кредити и упоређују плате и цене добара. То је један од знакова да учесници на тржишту немају довољно поверења у националну валуту и да они страхују од високе инфлације и/или високе депрецијације. Доларизација је широко раширен феномен у земљама у развоју и земљама у транзицији.

Доларизација је мач са две оштрице који чини домаћи банкарски систем екстремно фрагилним:

---

<sup>6</sup> Таргетирана – „циљна“ – инфлација. То је стопа инфлације која се предвиђа економском политиком и споразумом са Вашингтонским институцијама за наредну годину. Влада земље која има потребу да сарађује са институцијама Вашингтонског консенсуса онда настоји да не прекорачи ту стопу инфлације. У противном долази у опасност да јој ове институције откажу неопходну финансијску подршку.

<sup>7</sup> FDI – Foreign Direct Investments.

<sup>8</sup> Hansjoerg, Herr/Jan, Priewe, Beyond the „Washington Consensus“ – Macroeconomic Policies for Development, International Politics and Society, Bonn, 2/2005, стр.85.

А) Доларизација доводи до опасне међувалутне конфузије с обзиром да банке, компаније, влада и појединци често долазе у ситуацију да су им обавезе изражене у страним валутама (долар, фунта, евро, јен, итд.), а да приходе остварују у домаћој валути.

Б) У земљама са високим степеном доларизације само један део финансијског система послује са домаћом валутом.

В) Међувалутна конфузија, тј. висок степен доларизације подстиче банке да инвестирају у иностранству. Такође, а можда и важније, висок степен доларизације смањује износе расположивих кредита у домаћој валути, и истовремено утиче да камате на узете кредите бивају више од оних у којима се номинално исти износ депозита држи искључиво у домаћој валути<sup>9</sup>. Тако, на пример, Штиглиц указује да високе каматне стопе у земљама са либерализованим кредитним тржиштима и високим степеном доларизације могу довести и до погрешне алокације кредита. Односно да они потенцијални дужници који заиста имају намеру да кредит и врате одустају од задуживања, а банке онда кредите одобравају дужницима који о ризицима не размишљају, или их нису свесни. Тако да читав систем долази у опасност од кредитног слома.<sup>10</sup>

Г) Правило је да уколико је већи степен доларизације, утолико је мањи маневарски простор за домаћу монетарну политику. У земљама са високим степеном доларизације финансијске вредности изражене у домаћој валути могу добити већу вредност једино упоредо са порастом курса иностране конвертибилне валуте која је доминантна у доларизацији. У противном долази до моменталног претварања у инострану конвертибилну валуту.

Претпоставимо да банкарски систем земље са високим степеном доларизације креира 100 јединица кредита у домаћој валути. Ако становништво преферира да држи 80% новца у страниој валути, то ће имати за последицу да ће одмах 80 јединица домаће валуте бити размењено у страну конвертибилну валуту. То у случају примене флукутирајућих курсева води да депрецијацији домаће валуте<sup>11</sup>. Ако централна банка не жели да прихвати депрецијацију домаће валуте, монетарна политика мора постати знатно рестриктивнија према кредитима управо да би се стабилизовао курс<sup>12</sup>. То доводи до удара на инвестиције и оне одмах показују тенден-

<sup>9</sup> Види: Honohan, Patrick/ Shi, Anqing, 2003, *Deposit Dollarization and the Financial Sector in Emerging Economies*, u- J.A. Hanson, P. Honohan and G. Majnoni, *Globalization and National Financial Systems*, Oxford Univ. press.

<sup>10</sup> Stiglitz, Joseph, *Capital Markets and Economic Fluctuation in Capitalist Economies*, *European Economic Review*, 36, str. 269–306.

<sup>11</sup> Смањивању вредности домаће валуте у односу на инострану.

<sup>12</sup> То је оно што се дешава у Србији последњих година.

цију брзог пада. На крају то може да доведе до тога да кредити за инвестиције постану практично недоступни, управо да би се спречила депрецијација домаће валуте и инфлација (кроз пораст цена увозне робе у случају депрецијације).

Ако су пак кредити доступни, постају изузетно скупи, а њихов износ може постати премали да би се спречили проблеми ликвидности. Висок степен доларизације може у крајњем случају водити ка инфлацији, и неразумно високим каматним стопама.

Правило је да земље које, барем у средњерочном периоду, нису у стању да обезбеде задовољавајући степен поверења у националну валуту тешко могу да успоставе кохерентне економске механизме. Уколико се почну појављивати знаци инфлаторних тенденција, наставља се ерозија монетарног система и степен доларизације чак показује тенденцију раста.

На другој страни ако се жели очувати стабилност домаће валуте, односно инфлација држати под контролом, може се догодити да кредитна политика постане толико рестриктивна да то доводи до смањивања стопе економског раста, и у екстремним случајевима до кризе ликвидности, што онда стимулише различите облике бартер пословања<sup>13</sup>.

### **Ризици некритичке примене препорука „Вашингтонског консенсуса“**

Неке земље у развоју и земље у транзицији које су током деведесетих година прошлог века и непосредно после 2000. сувише директно примењивале препоруке Вашингтонских институција погодила је за њих неочекивана, озбиљна економска криза. Основне узроке овако изазваних криза, њихове последице као и начине превазилажења потребно је учити да би се грешке у креирању економске и развојне политике избегле и на тај начин предупредиле евентуалне економске тешкоће.

У земљама у развоју и земљама у транзицији значајне су финансијске кризе у Латинској Америци, Мексичка криза 1994–95, источно-азијска криза 1997, као и криза у Русији 1998. Кризе су се такође периодично, али не толико драматично појављивале и у развијеним земљама. Нпр. криза у банкарству и сектору некретнина у САД крајем осамдесетих, Немачкој средином деведесетих. Кризе у развијеним земљама нису се манифестовале тако драматично нити су имале тако озбиљне последице као у земљама у развоју, али су и оне за резултат имале појаву озбиљне нестабилности на берзама.<sup>14</sup>

---

<sup>13</sup> Бартер представља директну размену робе за робу без посредства новца. Бартер као што је познато ниуком случају није типичан за праве тржишне привреде, и његова примена је један од знакова озбиљних проблема у развоју финансијских тржишта.

<sup>14</sup> Криза на сектору некретнина поново се јавља управо крајем 2007. у САД.

За кризе у развијеним земљама, али и у земљама у развоју типично је да се оне редовно повезују са појавом такозваног „балона“ цена. Имајући ово у виду, сматрамо да је потребно појаснити овај економски феномен због реалне могућности његовог манифестовања и у будућности.

„Балон“ цена се појављује када је цене нека активе, финансијског инструмента<sup>15</sup>, итд. већа од фундаменталне вредности<sup>16</sup> истог. У таквој ситуацији каже се да та цена у себи садржи балон. Уобичајено је да у годинама када берзански курсеви убрзано расту, долази до појаве да бројни инвеститори купују финансијске инструменте не да би их задржали, већ брзо препродали уз профит, иако добро знају да се им цене веће од њихових фундаменталних вредности. Све док „балон“ расте споријим темпом у односу на привреду као целину, информисани инвеститори могу профитирати купујући и продајући финансијске инструменте по ценама вишим од фундаменталне вредности. Међутим, ако балон расте бржим темпом од привреде у целини, он ће апсорбовати већину слободних средстава на тржишту. Отуда, на некој тачци балон мора да пукне<sup>17</sup>. Наиме, тада сви покушавају да продају, али пошто нема довољно тражње која је покривена реалним економским параметрима долази до наглог пада цена.

И у земљама у развоју, али и у развијеним земљама, „балони“ су се врло често манифестовали, као што је већ истакнуто, на тржиштима некретнина. Наиме, тржиште некретнина у ситуацији када не постоје позитивна економска очекивања у производним и прометним делатностима појављује се као тачка у коју је могуће инвестирати изузетно значајне износе капитала. Банке немајући одговарајућу тражњу за кредитима из других сектора нуде кредите за некретнине, уздајући се у хипотеку као један од најсигурнијих облика обезбеђења наплате потраживања. Грађани пак верујући у пораст својих плата се задужују, то исто чине и привредни субјекти. Тражња за некретнинама расте. Последица пораста тражње је пораст цена некретнина.

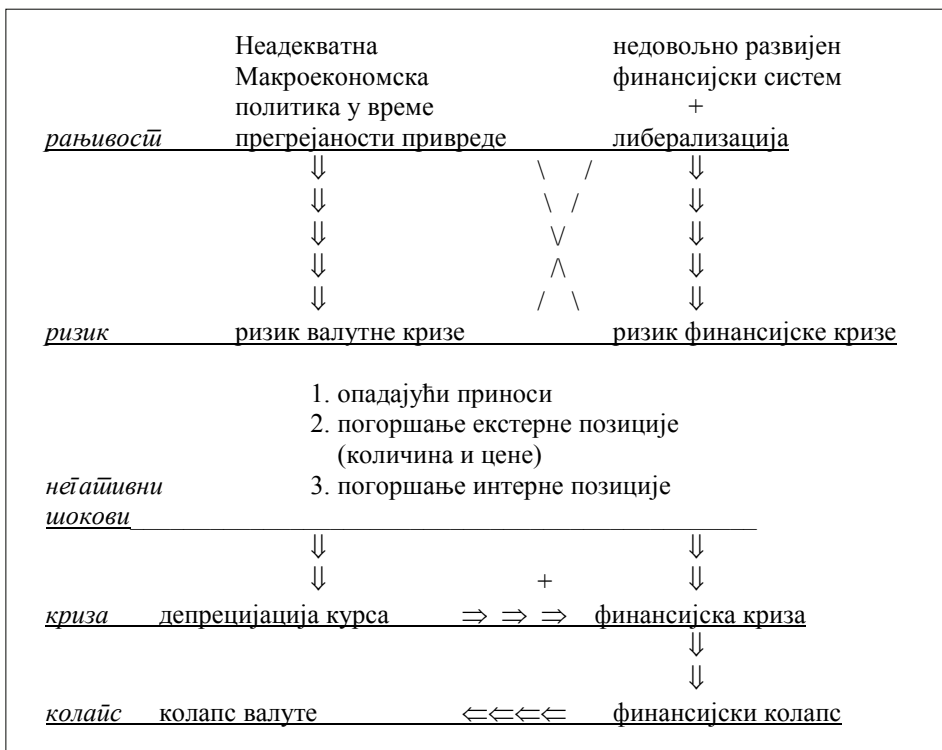
Пораст цена некретнина има за последицу да сада у некретнине инвестирају, узимајући кредите и они који на некретнинама желе да зараде њиховом препродајом. То подстиче даљи раст цена некретнина, а самим тим и даљи пораст износа хипотекарних зајмова.

<sup>15</sup> Значи ради се о нпр. некретнинама, акцијама, обвезницама, итд.

<sup>16</sup> Под ценом већом од фундаменталне вредности подразумева се цена која се остварује на тржишту независно од стварног стања економије неке земље, а која је резултат очекиваног даљег раста цена.

<sup>17</sup> Нпр. крајем деведесетих година прошлог века када је вредност Dow-Jones-а (просечна вредност акција на њујоршкој берзи) достигла 10.000 поена дошло је до наглог пада цена акција. То значи да се ту радило о „балону“.

Слика 1. Интеракција валутне и финансијске кризе



Извор: Ј. Бајец/Љ. Јоксимовић, *Савремени привредни системи*, Београд, 2002, стр. 377.

Пораст улагања у некретнине је врло често последица либерализације финансијских тржишта, односно укидања контроле на тржишту капитала, што је један од основних принципа „Вашингтонског консесуса“. Међутим, у условима земаља у развоју и земаља у транзицији либерализација се изводи у околностима који не постоје у развијеним земљама.

На примеру Тајланда Стиглиц покушава да објасни зашто је то тако. Пре либерализације Тајланд је имао оштра ограничења у погледу износа банкарских зајмова за могуће је спекулативне некретнине. Та ограничења су била логична последица исправног уверења да је за земљу са оскудним ресурсима боље да инвестира у индустрију и отвара нова радна места и повећава доходак. ММФ је сматрао да су ограничења која су постојала у Тајланду мешање у ефикасну тржишну алокацију ресурса. Но, после усвајања препоруке ММФ-а десило се и у Тајланду да су милијарде уложене у некретнине које већ деценију стоје празне и то је био један од глав-



них узрока да су и њему били нужни нови зајмови рада одржања ликвидности и курса домаће валуте, о чему је у раду већ било речи.<sup>18</sup>

У једном моменту може да се деси да дође до застоја привредне активности, отпуштања, пада плата, итд. То за последицу има да један број имаоца кредита више није у стању да кредите враћа. Слична ситуација је могућа и са привредним субјектима који услед економске кризе не остварују очекиване профите. Тада банкама не остаје ништа друго него да активирају хипотеке. Међутим, банкама не требају станови и пословне зграде него новац да би обезбедиле своју ликвидности. То значи да банке морају изаћи са тим некретнинама на тржиште, тј. покушати да их продају. Повећана понуда води паду цена, а то значи да је могућа ситуација да банке не могу да поврате свој новац. Чак и ако се ради о великој земљи са значајном привредом, овакво пуцање „балона“ може да има изузетно озбиљне последице на привреду. Тада се и у привредама које спадају у лидере по степену тржишности тражи и углавном и добија нека врста државне интервенције у виду помоћи погођеним банкама.<sup>19</sup>

Када је реч о некој од земаља у развоју или земљи у транзицији са високим степеном „доларизације“ оваква ситуација може да се деси и најчешће се и дешава услед наглог погоршања курса домаће валуте у односу на конвертибилне. Тада обавезе дужника у домаћој валути нагло расту пошто се у уговорима о кредиту уобичајено налази валутна клаузула. Наиме, у земљама где је доларизација висока домаћа валута игра нажалост само улогу обрачунског средства, док је мера вредности де факто нека од конвертибилних валута.

Пораст курса стране валуте не мора и најчешће и не води аутоматском порасту прихода становништва и привреде земље у развоју односно транзицији, а то значи да дужници више нису у стању да сервисирају своје дугове. До пораста курса конвертибилних валута долази и услед врло честе прецењености (апрецијације<sup>20</sup>) курса домаће валуте у земљама у развоју и земљама транзиције. Апрецијација је обично диктирана споља, наиме то је један од инструмената који се сугерише од Вашингтонских институција и тада се курс користи као једино сидро у борби против инфлације. Нагла промена токова капитала нпр. може да доведе до пораста курса конвертибилних валута у односу на домаћу.

<sup>18</sup> Тајланду је само 1998. додељено у те сврхе 17 милијарди долара кредита.

<sup>19</sup> То се нпр. десило у Баварској када је да би се помогло тада највећој баварској банци интервенисала влада Баварске са десетинама милијарди евра, иако је то супротно интенцијама, па чак и регулативи Европске Уније чији је СР Немачка, као што је познато, један од оснивача.

<sup>20</sup> Када се узму у обзир горе наведене чињенице види се колико је озбиљна дискусија која се, нажалост уз не сувише професионално респектабилних учесника, води у Србији око могуће стопе апрецијације динара.

Сви услови за пуцање „балона“ су тада реализовани и у тим земљама. Нажалост у њима су последице много горе пошто због, по правилу, лоше економске ситуације, нема ко у земљи да помогне банкама које се нађу у тешкоћама.

Најаву кризе у земљама у развоју<sup>21</sup> и земљама у транзицији, може често пута да представља значајно повећање прилива капитала, нарочито краткорочно позајмљивање комерцијалних банака у иностранству. Ако се ти кредити не користе за повећање извозне производње како би се обезбедиле девизе за сервисирање спољног дуга, него њима финансирају инвестиције у некретнине, у једном моменту настаје проблем са обезбеђивањем довољне количине девиза ради враћања страних зајмова. Тада долази, као што је већ истакнуто, до депрецијације домаће валуте, а то значи да је домаћим фирмама и грађанима потребно све више домаћег новца ради сервисирања дугова. Страни кредитори, као што је уосталом и уговорено траже враћање кредита у конвертибилним девизама, да би се до њих дошло по новом курсу треба све више домаће валуте и долази до кризе.

У таквој ситуацији Међународни Монетарни Фонд покушава да помогне на свој начин. Он обезбеђује новац ткзв. *bailout*<sup>22</sup> који треба да олакша излазак из кризе. Нпр. земљама југоисточне Азије је понуђен „пакет“ у износу од 105 милијарди долара као помоћ очувању курсева домаће валуте. Тај новац је пак, превасходно послужио компанијама да обезбеде доларе за враћање кредита западним банкама. У стандардној тржишној економији пак, ако давалац зајма склопи лош кредитни посао, он сноси последице. Прималац зајма одлази у банкрот, што је иначе регулисано одговарајућим процедурама. То је начин на који функционише тржишна економија. Међутим, уместо тога програми ММФ-а обезбеђују владама фондове (*bailout*) ради отплате зајмовима западним кредиторима. Даваоци зајмови имају толико информација да унапред очекују *bailout* и стога често већ унапред снижавају критеријуме код одобравања зајмова. На тај начин се истовремено повећавају ризици избијања кризе у некој од земаља у развоју или транзицији.

Стога је тај *bailout* уствари више послужио страним банкама него земљама које су се нашле у кризи. Зајмодавци, тј. банке западних земаља нису морале да сnose лоше последице своје погрешне пословне политике. Новац, односно девизни кредити које је обезбедио Међународни Монетарни Фонд је такође искоришћен од стране имућних појединаца у тим земљама да по повољном курсу замене свој новац у доларе или другу конвертибилну валуту и да онда те доларе изнесу у иностранство.

---

<sup>21</sup> Тако је на пример било у дотада изузетно успешним привреда југоисточне Азије (Тајланд, Малезија, Индонезија) 1997.

<sup>22</sup> Види: Стиглиц, Џозеф, Противречности глобализације, Београд, 2002, стр. 107.

## Како до одрживог развоја?

Слика 2. пружа увид у макроекономски сценарио који може бити подстицајан за одрживи развој. Акција мора бити усмерена на највиталније тачке развоја: стварање признате националне валуте и подстицаја за инвестиције. Квалитетна домаћа валута може се остварити једино кроз стабилност цена и истовремену стабилност девизног курса која ће бити реализоване паралелно са дужим периодом задовољавајућег економског раста. Стабилност цена и повратак поверења у домаћу валуту могућ је у земљама у развоју и земљама у транзицији, као што је Србија, само кроз одржавање стабилног девизног курса у релативно дужем периоду. Истовремено треба нагласити да је то могуће остварити само, ако у истом периоду и трошкови у домаћој економији остану на стабилном нивоу.

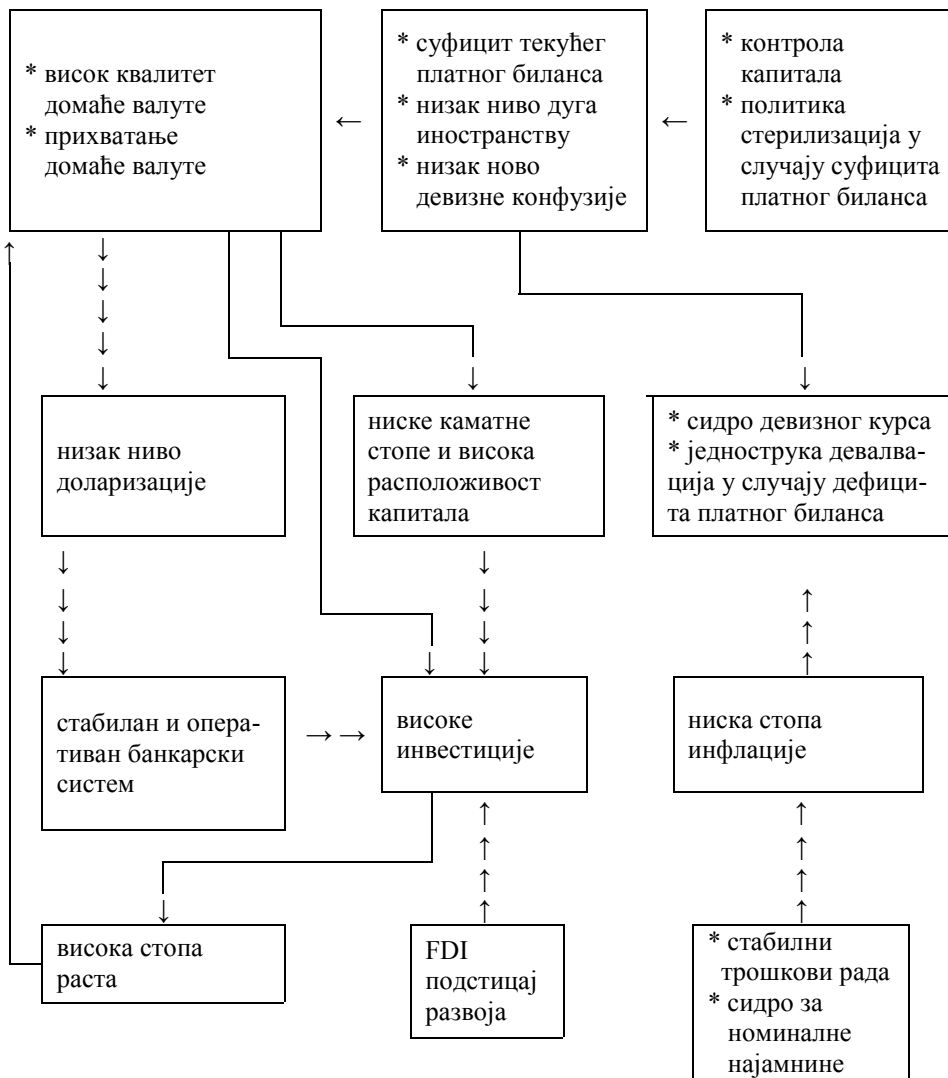
Такође успешна активна макроекономска политика мора инсистирати на уравнотеженом платном билансу, и буџетској равнотежи. Уколико је нижи ниво задужења у иностранству утолико је једноставније остварити овакву констелацију. Вишак у платном билансу и низак ниво дугова у иностранству су најбоља средства за уверавање учесника на тржишту да депрецијација није потребна и да је домаћи банкарски систем стабилан. Растући извоз комбинован са вишком у текућем платном билансу води ка развоју заснованом на извозу.

У ствари тражња за извоз и инвестициона тражња су најбољи стимуланси за економски развој. Но, на другој страни уколико се почне остваривати убрзани раст постоји реална могућност да увоз капитала постане сувише велики. Да би се спречиле евентуалне негативне последице сувише великог увоза капитала, понекад је без обзира на препоруке „Вашингтонског консенсуса“ корисно увести неке облике контроле увоза капитала.<sup>23</sup> Али истовремено препоручују се и мере повећања девизних резерви, као и селективног подстицања извоза капитала. Када се уђе у период вишка увоза капитала тада, се сви облици трансфера капитала дестимулишу осим страних директних инвестиција (FDI), и неких дугорочних повољних кредита од међународних институција као што је на пример Светска Банка. Стране директне инвестиције имају ту предност да је валутни ризик на страни инвеститора, а осим тога оне, као што је познато по правилу, са собом доносе нове технологије и отварају нове извозне канале.

„Стерилизација“ је мера која се примењује у фази интензивног прилива капитала из иностранства ради неутралисања раста новчане масе у домаћој валути услед прилива конвертибилних валута. То је истовремено и прилика за де-доларизацију која треба да се подстиче кроз стимулисање депозита у

<sup>23</sup> Eechengreen, Barry, Towards a New International Financial Architecture, Institute for International Economics, Washington, DC.

Слика 2. Успешан сценарио развоја



Извор: Hansjoerg, Herr/Jan, Priewe, Beyond the „Washington Consensus“ – Macroeconomic Policies for Development, International Politics and Society, Bonn, 2/2005, стр.77.

домаћој валути. То се може чинити на разне начине, вишим каматама на депозите у домаћој валути, али на пример и захтевима за повећање обавезних резерви за депозите у страним валутама, да поменемо само неке.<sup>24</sup>

<sup>24</sup> Види: Ballino, Thomas, Bennet, Adam and Borensztein, Eduardo, Monetary Policy in

Примери привреда које су оствариле високе стопе раста у дужем периоду показују да је код њих остварена комбинација раста заснованог на извозу, вишка у текућем платном билансу, стабилног курса, високе стопе домаћих инвестиција, као и високе удела страних директних инвестиција.<sup>25</sup>

### **Привлачење инвестиција и/или привлачење компанија да региструју домицил – процеси у Европској Унији –**

Земље чланице Европске Уније мењају своју регулативу са циљем да привуку што више иностраних инвестиција<sup>26</sup>. Мењајући законодавну регулативу оне настоје да привуку што је могуће више фирми из других земаља Уније али и осталог иностранства да се региструју у њима. На први поглед ради се о конкуренцији међу земљама ЕУ ради привлачења страних компанија да се региструју у њима, међутим у ствари земље међусобно конкуришу и у привлачењу инвестиција из осталог иностранства.

Привлачење инвестиција се покушава остварити стварањем повољне пословне климе за инвестирање пре свега кроз смањивање пореза, кредите, давање монополских погодности и друге директне трансфере.

Конкуренција у привлачењу инвестиција путем смањивања пореза је најпознатији и веома дуго примењиван метод. Када је реч о земљама Европске Уније на том плану најбоље резултате су постигле Ирска и Холандија. Ирска је последњих деценија позната по ниској пореској стопи на профит остварен у оквирима њених граница. Порез на профит је 12,5%, а порези на плате су такође минимални. Захваљујући томе Ирска је успела да отвори 300.000 нових радних места у периоду од седам година.<sup>27</sup> Холандија је на другој страни позната по стимулативним пореским стопама на профите холдинг компанија. Но, холдинг компанија мора остварити физичко присуство у Холандији да би имала право да ужива пореске повластице.

Најзначајнија разлика у конкуренцији за привлачење инвестиција и конкуренцији за привлачење компанија да региструју свој домицил је број прописа који се узимају у обзир приликом одлучивања. Конкуренција за привлачење компанија да региструју свој домицил укључује у себе само један мањи број прописа и правних система зато што су користи од таквог привлачења умерене и компаније по правилу теже да се региструју у оним

---

Dollarized Economies, IMF, Occasional Papers, 171, Washington DC.

<sup>25</sup> Немачка 1950-тих, Тајван 60–70-тих, Кина 80–90-тих, Ирска 90–тих.

<sup>26</sup> Види: Investor Protection in Europe, Ed. By: G. Ferrarini and E. Wymeersch, Oxford Univ. Press. 2006.

<sup>27</sup> McCreevy, Rejects Corporation Tax Harmonisations Proposals, 2004.

правним системима у којима је већ регистрован највећи број компанија. У САД таква федерална држава је Делевер, која је 45. по броју становника и 38. по друштвеном бруто производу. У случају Европске Уније то би значило регистровање компанија у више малих земаља чланица, услед недовољног интереса великих земаља чланица за овај тип бизниса.

Када је реч о конкуренцији у привлачењу компанија да региструју свој домицил треба рећи да се ту пре свега компаније желе привући да реализују своју правни домицил, за разлику од конкуренције у привлачењу инвестиција где се оне желе привући да остваре своје физичко присуство, тј. да организују производњу или промет.

Конкуренција за привлачење инвестиција је различита. Овде се ради о великим сумама капитала, и код одлучивања у обзир се узима читав низ правних норми. Динамика промена у корпоративном праву у нарочито у великим земљама чланицама Европске Уније стога је врло интензивна.<sup>28</sup> Није стога чудно да су се значајне реформе корпоративног права последњих година догодиле управо у таквим земљама чланицама као што су Немачка, Италија и Француска, тј. у великим земљама чланицама. То се с једне стране може објаснити притисцима за реформе од стране индустрије, али и као процес изградње неопходне правне инфраструктуре да би се конкурисало у привлачењу инвестиција.

Међутим, без обзира на чињеницу да конкуренција за привлачење инвестиција и конкуренција на подручју регистровања фирми захтевају промене у различитим сегментима правне регулативе, и једна и друга као резултат имају правне норме које настоје да појачају интерес обе кључне групе у компанијама. Менаџера који иницирају одлуке у компанијама и акционара који морају бити задовољни са њима. Конкуренција у привлачењу инвестиција у оквирима Европске Уније за резултат је имала да је заштита акционара постала један од приоритета у реформама права.

Када је реч о конкуренцији у привлачењу компанија да се региструју треба подсетити да постоје две врсте фирми:

- фирме за које су трошкови регистрације у иностранству мали, и
- фирме за које су трошкови регистрације ван свог дотадашњег домицила високи.

Највећи корисници промена у поједностављењу правне регулативе на подручју регистровања фирми ће вероватно бити компаније које су већ регистроване у некој од земаља чланица Уније, али нису најзадовољније са домаћим корпоративним правом, јер оно не мора ниуком случају бити најбоље када се посматрају оквири Европске Уније. На пример, једна ита-

---

<sup>28</sup> Види: Ehad Kamar, *Using Corporate Law to Compete for Investments*, у *Investor Protection in Europe*, оп. цит. стр.101.

лијанска фирма може да одлучи да се региструје у некој другој земљи чланици да би користила боље домицилно право на новој локацији. На другој страни остаје проблем још увек непостојеће унификације права на нивоу Уније, јер фирме морају да се географски диверзификују и да подлежу различитим јурисдикцијама.

На другој страни многе, пре свега мале фирме, доћи ће до закључка да су за њих трошкови регистрације у некој трећој земљи сувише високи у поређењу са очекиваним порастом профита.<sup>29</sup>

---

<sup>29</sup> Чак и у САД где не постоје језичке и културне баријере да би се фирме регистровале у Делеверу, где је законодавство као што је напоменуто најлиберланије само један мањи део од укупног броја фирми се на то одлучује. 1999, на пример, Делевер је био правни домицил за 230.000 компанија, што је ипак само мали део од укупно 5.000.000 компанија са домицилом у САД.





*Dorđe Popov, Ph.D., Full Professor  
Novi Sad Faculty of Law*

## INVESTMENTS AND EVALUATION OF THE BUSINESS RISKS

### *Abstract*

The term „Washington“ Consensus was introduced to express what would be the lowest common denominator of policy advice of Washington based institutions. Countries following the Washington Consensus closely are scarcely to be found in the list of the best growth performers. But, on the other side we believe that only stable macroeconomic development and integration into the world economy are capable to bring the real development.

Taken altogether, every measure contributing to reduce dollarization and strengthen the local currency and trust in the domestic financial system is a step in the right direction. When domestic money can fulfill all of its basic functions /including its function as a store of value/, the financial system can potentially provide the finance needed for a credit-, investment-, and income-creating process.

Competition for international capital currently provides EU Member States with a stronger reason to update their laws and accommodate shareholders than the hope of attracting incorporations does. This motivation may weaken in incorporation abroad becomes an easy alternative for all firms to use. While the current regulatory dynamics in the EU provide a particularly vivid illustration of the power of competition for investments to shape corporate law, these dynamics appear universal.