



STUDENT ECONOMIC LAW REVIEW



# STUDENTSKA REVIJA ZA PRIVREDNO PRAVO

---

## STUDENT ECONOMIC LAW REVIEW

University of Belgrade Faculty of Law

YEAR VIII (2018/2019) / ISSUE 1







**Godina VIII (2018/2019) / Broj 1**  
**Year VIII (2018/2019) / Issue 1**

STUDENTSKA REVIIJA ZA PRIVREDNO PRAVO  
PRAVNI FAKULTET UNIVERZITETA U BEOGRADU

**Izdavač**

Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu

**Glavni i odgovorni urednik**

Prof. dr Tatjana Jovanić

**Student urednik za broj I 2018/2019**

David Spaić

**Redakcija**

Tijana Ajdini, Teodora Vasin, Milica Erdeljanović, Predrag Tadić, Miroslav Golubović

**Izdavački savet**

Prof. dr Elisabetta Bergamini (Univerzitet Udine, Italija), Prof. Chris Willett (Univerzitet u Eseksu, Velika Britanija), Prof. dr Lucian Bercea (Univerzitet Temišvar, Rumunija), Prof. dr Vladimir Pavić, Prof. dr Milena Jovanović – Zatilla, Prof. dr Dobrosav Milovanović, Prof. dr Vuk Radović, Prof. dr Dušan Popović, Prof. dr Bojan Milisavljević, Prof. dr Marko Davinić, Prof. dr Miloš Živković, Prof. dr Tatjana Jevremović – Petrović, Prof. dr Branko Radulović, Prof. dr Nataša Petrović Tomić, Prof. dr Mirjana Radović, Prof. dr Mirjana Drenovak Ivanović, Doc. dr Svetislav Kostić, Doc. dr Milena Đorđević, Doc. dr Vuk Cucić, Doc. dr Jelena Lepetić, Doc. dr Vuk Cucić, LL.M, Prof. dr Zoran Vasiljević (Univerzitet Banja Luka), Bogdan Gecić, LL.M, dr Marko Milenković

**Prelom i obrada**

Dosije studio

**Dizajn naslovne strane**

Petar Stanić

**Logo**

Petar Veselinović

Časopis možete besplatno preuzeti sa adrese:

[www.selr.ac.bg.rs](http://www.selr.ac.bg.rs)

**Adresa redakcije**

Pravni Fakultet Univerziteta u Beogradu, kabinet 120  
Bulevar kralja Aleksandra 67  
11000 Beograd  
tel:011 307600  
e-mail: selreview@gmail.com

STUDENT ECONOMIC LAW REVIEW  
UNIVERSITY OF BELGRADE FACULTY OF LAW

**Issuer**

University of Belgrade Faculty of Law

**Editor-in-Chief**

Tatjana Jovanić, MA, LL.M, PhD

**Student editor for No. I 2018/2019**

David Spaić

**Editorial Board**

Tijana Ajdini, Teodora Vasin, Milica Erdeljanović, Predrag Tadić, Miroslav Golubović

**Advisory Board**

Professor Elisabetta Bergamini (University of Udine, Italy), Professor Chris Willett (University of Essex, the UK), Professor Lucian Bercea (University of Timisoara, Romania), Prof. dr Vladimir Pavić, Prof. dr Milena Jovanović – Zatilla, Prof. dr Dobrosav Milovanović, Prof. dr Vuk Radović, Prof. dr Dušan Popović, Prof. dr Bojan Milisavljević, Prof. dr Marko Davinić, Prof. dr Miloš Živković, Prof. dr Tatjana Jevremović – Petrović, Prof. dr Branko Radulović, Prof. dr Nataša Petrović Tomić, Prof. dr Mirjana Radović, Prof. dr Mirjana Drenovak Ivanović, Doc. dr Svetislav Kostić,, Doc. dr Milena Đorđević Doc. dr Vuk Cucić, Doc. dr Jelena Lepetić, Doc. dr Vuk Cucić, LL.M, Prof. dr Zoran Vasiljević (University of Banja Luka), Bogdan Gecić, LL.M, dr Marko Milenković

**Layout**

Dosije studio

**Front cover design**

Petar Stanić

**Logo design**

Petar Veselinović

The Journal is issued two times per year and may be downloaded from the Internet at [www.selr.ac.bg.rs](http://www.selr.ac.bg.rs)

**The address of the Editorial Board**

University of Belgrade Faculty of Law, Office 120  
Bulevar kralja Aleksandra 67  
11000 Belgrade, Serbia  
Tel. + 381 11 3027 612  
e-mail: [selreview@gmail.com](mailto:selreview@gmail.com)



7 *Борис Беговић*  
ПРЕДГОВОР

ČLANCI – ARTICLES:

10 *Александра Стефановић*  
О ТРАНЗИЦИЈИ: ПРИВАТИЗАЦИЈА И ЗНАЧАЈ РАЗВОЈА ФИНАНСИЈСКИХ  
ТРЖИШТА КРОЗ АНАЛИЗУ СЛУЧАЈА ПОЉСКЕ, МАЂАРСКЕ И СРБИЈЕ

18 *Чедомир Мирковић*  
ВАЛУТНА КЛАУЗУЛА У УГОВОРИМА О КРЕДИТУ  
ИНДЕКСИРАНИМ У ШВАЈЦАРСКИМ ФРАНЦИМА

24 *Теодора Ристић*  
КОМЕНТАР ЗАКОНА О КОНВЕРЗИЈИ СТАМБЕНИХ КРЕДИТА  
ИНДЕКСИРАНИХ У ШВАЈЦАРСКИМ ФРАНЦИМА





## ПРЕДГОВОР

Задовољство ми је да напишем предговор за број *Студентске ревије за привредно право* посвећен предмету *Финансијска тржишта*. Суштину тог предмета чини економска анализа финансијских тржишта и понашања учесника на њима. Разумевање функционисања тих тржишта омогућава будућим правницима да спознају суштину финансијског посредовања (повезивања штедње и инвестиција), као и усвајање основног економског инструментаријума који могу да користе при анализи позитивних прописа („духа закона“) и аргументацији током анализе правних проблема до којих долази при трансакцијама на финансијским тржиштима. Спознаја начина функционисања тих тржишта потребна је ради разумевања природе и ефеката која прописи и њихова примена имају на пословање на њима, као и на целокупан привредни живот. Предмет *Финансијска тржишта* у потпуности је оријентисан на економско објашњење функционисања финансијских тржишта, пре свега тржишта капитала, без обзира на то да ли се ради о његовом позајмљивању или инвестирању.

Такође, предмет објашњава и улогу државе у савременој привреди, будући да се бави регулацијом финансијских тржишта и пословања учесника на њему. Предмет се заснива на теоријском оруђу економске науке релевантном за област финансијских тржишта, које се постепено кроз материју развија, и комбинује са његовом одговарајућом применом. Наглашавање примене налаза економске теорије, давањем примера из стварног привредног живота на финансијским тржиштима, укључујући и судске спорове до којих долази на њима, омогућава полазницима, будућим правницима, да разумеју тај свет кроз призму економске теорије, нарочито теорије финансијског посредовања, као и да уоче одступања основних модела економске теорије од стварности финансијских тржишта. Онима који изаберу овај предмет гарантујем зној – крви свакако неће бити, а ни суза не би требало. Срећно!

*Др Борис Беговић*  
*Редовни професор*



ČLANKI  
ARTICLES

## О ТРАНЗИЦИЈИ: ПРИВАТИЗАЦИЈА И ЗНАЧАЈ РАЗВОЈА ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА КРОЗ АНАЛИЗУ СЛУЧАЈА ПОЉСКЕ, МАЂАРСКЕ И СРБИЈЕ

**Александра Стефановић\***

*Анализа транзиција у посткомунистичким државама доприноси бољем разумевању кључних фаза у прелазу на тржишну економију као и рада на изградњи институција које би допринеле постојаности донетих промена кроз правну сигурност и развој политичког плурализма. Пут ка изградњи другачијег друштва није увек праволинијски те долази до заокрета ка ауторитаризму и до регресије. Схватање ових тешкоће кроз примере Пољске и Мађарске може уједно помоћи изградњи перспективе Србије. Избор метода приватизације уједно утиче и на развој финансијских тржишта: док се продајом остварују бенефити брзине и прихода, поделом хартија од вредности се додуше спорије, али квалитетније помаже остваривање развијене трговине. Као држава у којој су још почетком деведесетих започете економске реформе, Србија се данас суочава са потребама развоја институција финансијских тржишта као предуслова функционисања тржишне привреде – реални показатељ управљања и пословања привредних субјеката.*

*Кључне речи: транзиција, институције, приватизација, финансијска тржишта*

### 1. Увод

Транзиција представља промену институционалног система једне државе који обухвата између осталог политички и економски систем. Стога, могу се разликовати политичка и економска транзиција којима се доводи до промене подстицаја како би се увећала продуктивност кроз изградњу парламентарне либералне демократије са вишепартијским односно прецизније плуралистичким политичким системом<sup>1</sup>. Насупрот томе, систем који претходи транзицији се описује концептом патерналистичке и партијске државе. Револуцијама деведесетих година прошлог века и политичким превратима долази до повра-

тка тржишно оријентисаним привредама након дисконтинуитета од пола века<sup>2</sup>. Фукујама означава „крајем историје“ 1989. годину, али је потребно предузети још бројне кораке како би младе демократије нашле свој пут у изградњи система.

У литератури се могу наћи и другачија мишљења: Стефан Ауер их назива „само-ограничавајућим“, а Гејл Стоукс „револуционарним у негативном смислу“ обзиром на одступања од класичног модела (попут самих комунистичких револуција након Другог светског рата) у виду недостатка односно ниског степена радикалног раскида са прошлостју и одговорности лица претходног режима одговорних за неправде<sup>3</sup>. Претходно изнета вредносна одређивања представљају увид у различитости перспективе импликација револуција, поготову са временске дистанце поређењем очекивања и реализације.

### 2. Преглед узрока и начина транзиције

Дубоко укорењени узроци корупције, трагања за рентом, административног узнемиравања пословања и шире, високи степен пословне несигурности и несигурности у вези са имовинским правима представљају негативне одлике комунистичких режима те управо оне проблеме који транзитивним реформама треба да се умање.

Револуцијама 1989<sup>4</sup> долази до промена на различите начине: у Румунији као резултат насилних протеста, путем округлог стола у Пољској или ‘аутореформације’ Мађарске социјалистичке партије, а 1991. године неуспелим пучом против реформи Горбачова долази до дефинитивног распада СССР-а. Туркменистан и Узбекистан су примениле оно што је Ислам Каримов, некадашњи председник Узбекиста-

\* Студент Правног факултета Универзитета у Београду, контакт: aleksandra.stef97@gmail.com

1 Б. Беговић *et alia*, Четири године транзиције у Србији, Центар за либерално-демократске студије, Београд 2005, 9

2 W. Englund, “Red century”, *Washington Post*, 2017

3 S. Auer, The Paradoxes of the Revolutions of 1989 in Central Europe, *Critical Horizons: A Journal of Philosophy & Social Theory* Vol. 5, Taylor & Francis online 2004, 364–365

4 Пољска, Мађарска, Источна Немачка, Бугарска, Чехословачка и Румунија

на, објашњавао кроз метафору грађења новог дома пре уништавања старог<sup>5</sup> односно практично су дуго након имале неререформисан економски систем карактерисан аутаркичним развојем и протекционистичком политиком<sup>6</sup>. Међутим, у последње две године у Узбекистану долази до промена у три кључне варијабле како их издваја Кристин Лагард: повећање броја квалитетних инвестиција (у приватна привредна друштва насупрот ранијим већинским улагањима у државна предузећа), одржавање економске и фискалне стабилност те борба против корупције<sup>7</sup>. Као узроке ових побољшања, она види либерализацију цена, улагања у образовање и инфраструктуру, а наводи као следећи велики корак у сарадњи Међународног монетарног фонда (у даљем тексту: ММФ) и Узбекистана реформу и приватизацију банкарског сектора<sup>8</sup>. Белорусија се означава као последња европска не-тржишна економија (споре и неефикасне реформе, уз регрес 1990-их година), а раст остварен претежно услед повољног окружења опада<sup>9</sup>. Како би Светска банка и ММФ помогли, као предуслов се наводе макроекономска стабилизација и далекосежне економске про-тржишне промене<sup>10</sup>.

Резултати реформи су видљиви: бруто домаћи производ *per capita PPP* се удвостручио у Естонији и Пољској, али је у земаљама које су недовољно извршиле реформе: Киргистан, Северна Македонија, Молдавија, Таџикистан и Украјина био нижи 2014. године него 1989. године<sup>11</sup>. Као узроци напредовања односно посустанка, наводе се угледање на земље у окружењу – Естонија, Литванија и Летонија на скандинавске државе, а Таџикистан на Пакистан и Авганистан, примећује Трајсман<sup>12</sup>. Такође, иако се литератури изваја културолошки чинилац, он је значајно релативизиран кроз иску-

ства двају Немачке и две Кореје – држава са јединственом традицијом које услед различитих историјских околности бивају подељене те изложене различитим подстицајима. У Бугарској, Пољској и Румунији слабљење комунистичког режима се манифестовало губитком економске контроле и порастом макроекономских нестабилности вођених растућом потрошњом док насупрот томе, Чехословачка, земља са дугом традицијом макроекономске конзервативности, је задржала дисциплину у потрошњи током своје политичке транзиције<sup>13</sup>.

### 3. Фазе транзиције

У периоду након револуције могао би се издвојити период „вандредне политике“ који траје не дуже од једне до две године након револуције, током којег су политичке групе, у односу на период нормалне политике, спремније да прихвате неопходне мере односно њихове дистрибутивне импликације<sup>14</sup>. Управо стога, Балцерович наводи неопходну брзину дерегулације, макроекономске стабилизације, приватизације и изградње институција чак и по цену ризичности стратегије<sup>15</sup>. Промена људи на положајима (можда најекстремнији „case study“ представља отпуштање 30 000 комуналних полицајаца у Грузији због корупције 2004. године<sup>16</sup>), те значај вођства у првим моментима (Јегор Гајдар у Русији, Димитар Попов у Бугарској и Лешек Балцерович у Пољској) и реформа тајне полиције су први кораци. Услед трагања за рентом долази до повећане корупције, а у првој фази транзиције највише профитирају олигарси и инсајдери чији се утицај може умањити транспарентношћу те суштинским алокацијом моћи у државама<sup>17</sup>. Зато се намеће закључак да је чак теже реформисати државу него предузећа те да што је гора ситуација, реформе морају бити радикалније<sup>18</sup>.

Економске институције представљају услов дугорочног привредног раста јер обликују подстицаје на кључне учеснике тржишта, утичу

5 R.G. Gidathubli, *Economic Transition in Uzbekistan, Economic and Political Weekly* Vol. 29, No. 6, Mumbai 1994

6 U. Batsaikhan, M. Dabrowski, "Central Asia – twenty-five years after the breakup of the USSR", *Russian Journal of Economics* 3(3) 2017, Non-profit partnership "Redaktsiya zhurnala Voprosy Ekonomiki", Moscow, 301

7 C. Lagarde, "Uzbekistan's Reforms: A New Equation for Inclusive Growth and Cooperation", *International Monetary Fund* 2019, Washington D.C., 2

8 *Ibid.*, 3

9 M. Dabrowski, "Belarus at the crossroads", *Bruegel Policy Contribution* 2016/02, Brussels, 8

10 M. Dabrowski (2016), 2

11 *The Great Rebirth: Lessons from the Victory of Capitalism over Communism* edited by A. Aslund, S. Djankov, Peterson Institute for International Economics 2014, Washington D.C., 2

12 *Ibid.*, 5

13 L. Balcerowicz, A. Gelb, *Macropolicies in Transition to a Market Economy: A Three-Year Perspective* 1995, World Bank, Washington D.C., 24

14 *Ibid.*, 26–27

15 A. Аслунд, С. Ћанков приредили, 6

16 Seizing the moment: rebuilding Georgia's police, Centre for Public Impact, A BCG Foundation, <https://www.centreforpublicimpact.org/case-study/seizing-moment-rebuilding-georgias-police/>, 28. 11. 2019.

17 Transition: The first ten years – Analysis and Lessons for Eastern Europe and the Former Soviet Union 2002, The World Bank, Washington D.C., 111

18 A. Аслунд, С. Ћанков приредили, 8

на инвестиције у физички и људски капитал и технологију као и организацију производње<sup>19</sup>. Оне су главни извор разлике између држава у привредном расту и просперитету иако постоји важност указаних културних и географских фактора<sup>20</sup>. Рад на њиховој изградњи представља најобимнији, најдуготрајнији, али и најнеизвеснији задатак. Осим изградње економских институција, правна сигурност, заштита стечених права и слободни избори представљају либерално демократску основу за транзицију. У прилог неизвесности, могу се навести примери Мађарске и Русије у којима после првих таласа реформи поново јачају етатизам и популизам<sup>21</sup>.

#### 4. „Case study“ транзиције

Карактеристике почетних услова описане су структурним слабостима инхерентним свим социјалистичким економијама – ниска и опадајућа ефикасност, а самим тим и економска неразвијеност<sup>22</sup>. Циљеви су били успостављање разумно избалансираног буџет и ниска инфлација, а реформе су учињене на страни понуде – показало се и у Србији да политика стимулисања домаће тражње неодржива<sup>23</sup>. Она је, како наводи Даница Поповић, помогла да се ублаже последице ценовне либерализације на насиромашније, али касније је блокирало реформе – динар је снажно апресирао чиме је порасла куповна моћ страних производа којих је било незнатно у понуди, а социјална сигурност је финансирана субвенционисањем јавних предузећа па је куповна моћ расла далеко изнад раста продуктивности што је додатно погоршано неимплементирањем стечајног законодавства те малтене одсуством страха од губитка посла<sup>24</sup> (један од подстицаја за раст продуктивност радне снаге).

##### 4.1. Приватизација

Приватизација је у Чешкој републици и Русији вршена методом ваучеризације. Њу одликује брзина, а у замисли је био и развој фи-

нансијских тржишта разменама акција и удела грађана који су обухваћени њиховим ваучером. Друге државе су одабрале продају предузећа у државном власништву (Пољска и Мађарска) – мада пракса показује да је најчешће коришћено неколико различитих модела (паралелно или сукцесивно). Може се закључити да одабир начина приватизације уједно опредељује и њено трајање (постепена траје дуже уз упитност способност државе да реструктурира предузећа и могућу промену политичке воље након протекта „ванредне политике“). Оптирањем за одређени модел приватизације се уједно утиче и на развој финансијских тржишта. Методи ваучеризације, корпоративизације (радничког акционарства) доприносе развоју трговине хартијама од вредности. Са друге стране, продаја има предности брзине, једноставности и стицања буџетских прихода. Да није све тако једноставно показује и пракса: у Русији су откупом хартија од вредности појединци прикупили већинска учешћа.

##### 4.1.1. ПРИВАТИЗАЦИЈА У ПОЉСКОЈ

Пољска је комбиновала индиректну приватизацију (кроз корпоративизацију) и директну приватизацију (кроз продају)<sup>25</sup>. Схваћено је да је у високо конкурентним секторима попут пружања услуга адекватније претварање у акционарска друштва, док у секторима које и у тржишним економијама одликује монопол или монополистичка структура (на пример енергетика) је боље увести радничко акционарство. Оно је уведено под притиском интересних група у покрету Солидарности, али заправо су само једну трећину чланова надзорних одбора бирали радници док је две трећине постављало Министарство за приватизацију<sup>26</sup>. ‘Балцеровичевим планом’ поднетим Сејму<sup>27</sup> октобра 1989. године је одлучено да приватизација иде постепено, а да се либерализација тржишта и макроекономска стабилизација врше ‘шок терапијом’ – што значи да су морала бити спроведена у претежно социјалистичкој економији, а како државна предузећа немају приватне власнике окренуте профиту чега су били свесни, па не би одолели притисцима за повећањем плата, увели су тешке контроле плата путем пореза<sup>28</sup>. Резултати су јасни: Пољска је једина посткомунистичка држава која током

19 D. Acemoglu, S. Johnson, J. Robinson, Institutions as a Fundamental Cause of Long-Run Growth 2004, *The National Bureau of Economic research*, Cambridge (Massachusetts), 389

20 Види: страна 3, пасус 2

21 А. Аслунд, С. Ђанков приредили, Л. Бокрош (2014), 39

22 А. Аслунд, С. Ђанков приредили, Л. Балцерович (2014), 23

23 Б. Беговић *et alia*, *Четири године транзиције у Србији*, Центар за либерално-демократске студије, Београд 2005, 36–37

24 *Ibid.*, 51

25 M. Baltowski, T. Mickiewicz, Privatisation in Poland: Ten years after, *Post Communist Economies* Vol. 12, No. 4, 2000, Taylor & Francis, Milton Park (Oxfordshire), 436

26 M. Baltowski, T. Mickiewicz (2000), 437

27 Парламент Пољске

28 А. Аслунд, С. Ђанков приредили, Л. Балцерович (2014), 25

читаве транзиције (25 година) није имала финансијску кризу, а глобалну финансијску кризу од 2008. године је дочекала спремна (иако је рецесија у евро зони утицала на Пољску економију највише у смањењу потражње пољских производа)<sup>29</sup>.

Међутим, регресија почиње са изузимањем компанија од посебног значаја за националне интересе под притиском интересних група носилаца привилегија и прихода од јавних предузећа (директора, синдикалаца, између осталих) чиме је лимитиран домашај приватизације<sup>30</sup>. Приватизација у сенци етатизма означава период од краја 2007. године и доноси промену на власти: либералнија влада Доналда Туска наставља са приватизацијом, али због фискалних разлога и без смањења државног утицаја<sup>31</sup>. Период затишја достиже врхунац 2015. године са 3,7% од планираних прихода приватизације, а наредне године се најављује даља продаја само малих транша акција и удела<sup>32</sup>.

#### 4.1.2. ПРИВАТИЗАЦИЈА У МАЂАРСКОЈ

У Мађарској је приватизација вршена продајом односно тржишним путем (једина држава која је успешно спровела приватизацију путем овог модела<sup>33</sup>). Разлози брзине, те стицање *know how* од страних инвеститора и буџетског прихода (значајан део зараде од продаје државне имовине је искоришћено за плаћање спољног дуга што је за последицу имало побољшање кредитног рејтинга земље<sup>34</sup>) су преовладали.

Ипак, показало се да су инострани инвеститори више били заинтересовани за улагања у нова привредна друштва него у понуђене приватизације државних предузећа. Строга буџетска ограничења уведена почетком деведесетих година су уклонила са тржишта привредна друштва која су стварала губитке чиме

је подстакнута фискална дисциплина док се сматра је консолидацијом банкарског сектора Мађарска подстала атрактивна за прилив страног капитала<sup>35</sup>. У процесу „*cherry picking*“ стратегије инвеститори су узимали привредна друштва која вреде, а спречавање обарања цене је постигнуто њеним прописивањем – у пракси само половина имовине је продата, док је други део завршио у процесима банкротства и стечаја до 1996. године<sup>36</sup>.

Регресија почиње 2010. године повратком Фидес-а на власт: креирани су вештачки монополи који су пореметили тржиште дуванских производа у малопродаји, а уведени су предаторски порези у привреди страним компанијама, те је извршена национализација свих шема обавезног приватног пензионског осигурања<sup>37</sup>. Такође, извршена је ренационализација раније приватизованих сегмената укључујући здравствени систем и систем допремања електричне енергије<sup>38</sup>.

#### 4.1.3. ПРИВАТИЗАЦИЈА У СРБИЈИ

Транзиција је вођена према тадашње општеприхваћеном троделном моделу који чине либерализација, стабилизација те потом приватизација, а од 1991. године и пореска реформа. Транзиција у Србији се одвијала циклично: уз напретке и регресе, употребом различитих модела и обликованом утицајем различитих представника власти, али и реакцијом државе на рат и санкције.

У време савезне владе Анте Марковића, на самом почетку 1990-тих година, започете су дубоке економске реформе старог самоуправног економског система, док је партијска реформа започета распадом СКЈ по републичким линијама. Занимљива је чињеница да је први државни реформски папир у источној Европи направила Милошевићева комисије и објављен је 1988. године<sup>39</sup>. Те године донет је Закон о предузећима („Службени лист СФРЈ“, бр. 77/88, 40/89, 46/90 и 61/90 и „Службени лист СРЈ“, бр. 24/94 – др. Закон) којим се први пут уводи равноправност свих својинских облика и у потпуности окреће од пренормираности ранијег За-

29 A. Reichardt, Poland and the Global Economic Crisis: Observations and Reflections in the Public Sector, *Journal of Finance and Management in Public Services* Vol. 10 No. 1 2011, Earlybrave Publications, Darrowby Cottage, 39,41

30 P. Kozarzewski, M. Bałtowski, Change in Economic Policy Paradigm: Privatization and State Capture in Poland, *Center for Social and Economic Research (CASE) Working Papers* No 3 (127) 2016, Warsaw, 13

31 P. Kozarzewski, M. Bałtowski (2016), 21

32 *Ibidem*.

33 A. В. Кеџман Шушњар, Докторска дисертација: Ефекти приватизације предузећа од стратешког интереса у привреди Србије, Економски Факултет у Београду 2012, Београд, 82

34 С. Остојић, Осврт на искуства приватизације – поука или не, *Привредна изградња* 2002 XLV, Савез економиста Војводине, Нови Сад, 39–41

35 С. Остојић (2002) 39–41

36 P. Mihalyi, Privatisation in Hungary: Now comes the 'hard core', *Communist economies and economic transformation* Vol. 8 1996, Published: online 13. 12. 2007., 7

37 А. Аслунд, С. Ђанков приредили, Л. Бокрош (2014), 8, 41–55

38 The Regression of Viktor Orban, Foreign Policy <https://foreignpolicy.com/2015/10/31/the-regression-of-viktor-orban-hungary-europe/>, 28. 11. 2019.

39 Б. Беговић *et alia* (2005), 11 фн. 3

кона о удруженом раду („Службени лист СФРЈ“ бр. 53/76, год. XXXII). Неки аутори сматрају да је ова врста дерегулације допринела правној несигурности увођењем организовања предузећа са дисконтинуитетом од 1945. године<sup>40</sup>.

Обзиром на касније спровођење реформи у односу на земље „СЕЕ“<sup>41</sup>, коришћена су њихова искуства па је зато изабран бољи модел приватизације. Наиме, инсајдерска приватизација (односно по моделу докапитализације<sup>42</sup>) је у СР Југославији већински спроведена према Закону о својинској трансформацији – ЗСТ („Службени гласник РС“, број 32/97)<sup>43</sup>. За велика јавна предузећа и предузећа у инфраструктурним делатностима приватизација је вршена надметањем затвореног типа тзв. тендерском продајом.

Први повратак уназад био је по увођењу спољнотрговинских санкција маја 1992. године када су враћене дозволе и квоте – ликвидирајући је релативно либералан спољнотрговински режим. Након њих, а до октобарских промена, уведене су институције карактеристичне за тржишне економије уз изузетке непостојања формалног тржишта девиза и радне снаге<sup>44</sup>. Одлазећа влада је октобра 2000. године уредбом либерализовала цене основних животних намирница<sup>45</sup> те је министар за приватизацију прелазне владе позвао да се започне са приватизацијом по ЗСТ из 1997. године што су предузећа са најквалитетнијим пословањем послушала (циљ је вероватно био онемогућавање приватизације по новом моделу који се надзирао)<sup>46</sup>. Иако је претходно учињено како би се донела политичка штета ‘отпорашима’, учињено је заправо оно што је било неходно и раније.

Један од фундаменталних принципа транзиције је да главна снага реформи мора бити национална<sup>47</sup> – без обзира на велики значај Европске уније (у даљем тексту ЕУ) и Међународног монетарног фонда (у даљем тексту: ММФ), промена мора долазити изнутра. У Србији реформе најављене 2005. године уследи-

ле су након интервенције ММФ и најаве ЕУ о почетку процеса стабилизације и придруживања. Управо након условљавања ММФ-а да неће бити одобрен отпис 15% дуга Париског клуба поверилаца, влада је променила из корена перспективу: од заговорника високог буџетског дефицита и субвенционисања јавних и друштвених предузећа до усвајања ребаланса буџета са фискалним суфицитом и најавом укидања субвенционисања<sup>48</sup>.

Транзициона рецесија је ‘нужно зло’: неке земље су је и два пута искусиле<sup>49</sup>. Међутим, парадоксално, и 1994. године и 2004. године је стабилизациони програм био праћен привредним растом зато што је имплементација антиинфлационог програма закаснила, а приде субвенционисање државних и друштвених предузећа је настављено, додуше у мањем обиму<sup>50</sup>.

Скорији извештаји показују лоше резултате реструктурирања и развоја тржишта хартија од вредности – оцене 2 и 2+ (“Transition report 2010, IBRD”: 4), а и даље се показују проблеми са државним управљањем – често се десило да су у сукобу интереса са члановима Народне скупштине директори/менаџери 12 од 20 највећих компанија у државном власништву, те лоше управљање у Електропривреди Србије доо чије значајно смањење у производњи има своју последицу у смањењу привредног раста целе земље (Transition report 2019–20, IBRD”: 74). Са друге стране је пример о преносу одговорности за регистрацију на АПР (уместо судава) чиме је убзан процес.

#### 4.2. Финансијска тржишта<sup>51</sup>

Финансијска тржишта су институционално уређени простор за сучељавање понуде и тражње за финансијском имовином или финансијским средствима. Путем њих се повезују финансијски дефицитарни и финансијски суфицитарни привредни субјекти. Важна подела за овај рад је подела на примарна и секундарна финансијска тржишта. Критеријум поделе је у односу на то да ли се издају серијске хартије од вредности<sup>52</sup> (када је реч о примарној емисији) или се њима тргује на секундарном тржишту.

40 М. Васиљевић, Основна полазишта и начела нацрта Закона о предузећима, *Право и привреда* YU ISSN 0032-9002 1993 Београд, 5

41 Central and East Europe

42 *Ibid.*,

43 С. Остојић (2002), 39

44 Б. Беговић *et alia* (2005), 16

45 Подлежу ограничењу у виду одређивања максималног износа цене или прописаном ценом (пример: народни хлеб).

46 Б. Беговић *et alia* (2005), 21

47 А. Аслунд, С. Ђанков приредили, 8

48 Б. Беговић *et alia* (2005), 38

49 Бугарска, Румунија *etc.*

50 *Ibid.*, 40

51 Уводни део представља део предавања Б. Беговића из предмета „Финансијска тржишта“ уз њихово тумачење (А.С.).

52 У пракси најчешће акције (у даљем тексту ће се користити термин акције, али се односи и на остале серијске хартије од вредности).



Примарна емисија се врши у сврхе отварања привредног друштва – дотад затворено акционарско друштво (или привредно друштво које промени правну форму) постаје јавно акционарско друштво<sup>53</sup>. Закон о привредним друштвима („Службени гласник РС”, бр. 36/2011, 99/2011, 83/2014 – др. Закон, 5/2015, 44/2018 и 95/2018) више не регулише институте везане за оснивање акционарског друштва јавним путем, па би се могло закључити да а.д. постаје јавно накнадним емитавањем акција (најраније након три годишња финансијска извештаја) односно увођењем на секундарно тржиште акција емитованих нејавним путем. Са друге стране, Закон о тржишту капитала („Службени гласник РС”, бр. 31/2011, 112/2015 и 108/2016) не искључује оснивачку јавну емисију те је у складу са овим законом.

Са друге стране, сврха секундарних тржишта<sup>54</sup> је другачија: она омогућавају ликвидност хартија од вредности<sup>55</sup> те тржишна цена представља веродостојан сигнал пословања – као таква, она омогућава превазилажење агенцијског проблема<sup>56</sup>.

У сваком случају, акционарско друштво представља једину форму привредног друштва која јавним уписом акција може увећати основни капитал па се зато назива „машина за прављење новца”. Управо ова карактеристика је изузетно значајна: за финансирање истраживања и развоја као извора технолошког прогреса (једног од три основна<sup>57</sup> предуслова привредног раста који се не може остварити без велике акумулације капитала). Такође, формирање тржишне цене омогућава селекцију пословних пројеката што доводи до повећања економске ефикасности. Глобализација финансијских тржишта омогућава улагања богатијих у сиромашније земље (које осим степена акумулираног богатства разликује чињеница да

сиромашније државе имају опадајућу граничну склоност ка штедњи). Да свака појава има бар два аспекта види се и код глобализације финансијских тржишта: ефекти преливања постају глобални. Као пример се може навести финансијска кризе из 2008. године која започиње на америчком тржишту некретнина.

#### 4.2.1. ФИНАНСИЈСКА ТРЖИШТА У ПОЉСКОЈ

Као предуслов њиховог развоја јавља се огроман раст стварних прихода домаћинства 1995. године чиме расте приватна штедња која значајно превазилази инфлацију<sup>58</sup> (финансијски суфицитарни привредни субјекти<sup>59</sup>). Као озбиљна препрека развоју пољских финансијских тржишта представљала је пракса комерцијалних банака избегавања плаћања резерве нуђењем клијентима тзв. „interdecade-deposits” (рочност од 10 дана за деловање правила о обавезности резерви) – посебна форма „repurchasing” послова банака где су примале новац на депозит на девет дана пријављујући једнодневну трансакцију<sup>60</sup>. Даље, окончање процеса приватизације банака уз помоћ стратешких инвеститора и повећање транспарентности рада институција су оцењени као неопходни за даљи развој финансијских тржишта<sup>61</sup>.

Пољску је „FTSE Rusell” унапредио у категорију ‘развијеног тржишта’ крајем 2018. године што се сматра великим успехом пољске економије сврставши је у 25 најразвијенијих економија света, а она је уједно прва земља „СЕЕ” која је доспела на ову листу<sup>62</sup>. Класификација се врши према величини економије (Пољска је седма у ЕУ), квалитету тржишта капитала када се узима у обзир рад берзе, надзор, препознавање и очување права мањинских акционара, одуство ограничења на привредна друштва са страним капитал учешћем и на пренос хартија од вредности и исплату дивиденди, ликвид-

53 Односно може постати и командитно друштво на акције, али оно није уређено српским прописима, што не значи да не би могло да се оснује.

54 Могу бити организована (пример берзе и мултилатералне трговачке платформе – МТП) и неорганизована („over the counter” – „ОТС”).

55 Осим финансијских, разликују се робна секундарна тржишта (пример у Србији берзе у Новом Саду за робне записе). На њих се односе исто карактеристике ликвидности и примена принципа добре управе, али важе и одређене посебне закономерности које обзиром на природу овог рада нећу излагати.

56 Агенцијски проблем је врста моралног хазарда – асиметрија информација до које долази због одвајања власничке и управљачке структуре.

57 Уз акумулацију производних фактора (капитала и радне снаге) и увећање ефикасности.

58 L.T. Orłowski, CASE – CEU Working Papers, Center for Social and Economic Research, Central European University 1999, Warsaw, 8

59 По правилу су управо домаћинства главне ‘штедише’ (привредни субјекти могу реинфестирањем добити улагати, али никада се не може створити огромна количина новца као посредством спајања штедње домаћинства; док државна штедња (суфицит) има потпуно другачију сврху: најчешће отплата јавних дугова).

60 L.T. Orłowski (1999), 18

61 *Ibid.*, 29

62 Poland promoted to Developed Market status by FTSE Russell, Press release, GPW Main Market: [https://www.gpw.pl/ri-information-centre?cmn\\_id=107467&title=Poland+promoted+to+Developed+Market+status+by+FTSE+Russell&ph\\_main\\_01\\_start=show](https://www.gpw.pl/ri-information-centre?cmn_id=107467&title=Poland+promoted+to+Developed+Market+status+by+FTSE+Russell&ph_main_01_start=show), 15.4.2019.

ност, те компликованост процеса регистрације за стране инвеститоре<sup>63</sup>. Такође, важна је правна сигурност – уочљива у квалитету надзора тржишта и решавању спорова.

#### 4.2.2. ФИНАНСИЈСКА ТРЖИШТА У МАЂАРСКОЈ

Важност финансијских тржишта у процесу приватизације је очигледна када се разуме да „макроекономска стабилизација не може бити остварена без одговарајуће микроекономске средине“ (Ниворозхкин 2002: 166).

Мађарска берза је отворена 1990. године, али је трговина и приходи остварени на њој били ниски: само шест привредних друштава је емитовало акције листиране на берзи, а државним обвезницама није трговано овим путем<sup>64</sup>. Као разлози, наводе се низак ниво транспарентности, високи ризици, те мало тржиште (у првој половини деведесетих година прошлог века Мађарска берза је било мала и по величини и по количини капитала у поређењу са другим средње-европским)<sup>65</sup>.

Мађарске компаније је одликовао низак коефицијент финансијског левериџа<sup>66</sup>, а емпиријска истраживања су указала да узрок негативне корелације између левериџа и обима сталне имовине, представља последицу одсуства дугорочног измиривања дуга<sup>67</sup>. По резултатима истраживања Ниворозхкина за период 1992–1995. године, профитабилније компаније у Мађарској одликује нижи финансијски левериџ – привредни субјекти са вишим очекивањима раста могу користити већу количину капитала стеченог уписом („equity finance“) зато што нижи левериџ смањује вероватноћу пропуштања профитабилне прилике за улагање – у Мађарској је левериџ значајно испод оног у „Г7“ државама<sup>68</sup>. Разлози ниског левериџа могу се објаснити комбинацијом разматрања понуде и тражње, па тако услед тражње, компаније имају подстицај да увећају свој левериџ *ex ante* како би ‘заштитиле’ будуће приходе од опорезивања што је значајно за профитабилне

компаније са стабилним приходима<sup>69</sup>. Уопштено посматрано постоји опортунитетни трошак између умањења пореског дуга и трошкова могуће немогућности плаћања камата на остале дугове – у земљама са ценовном несигурношћу привредни субјекти преферирају да одржавају вишу стопу ликвидности<sup>70</sup>.

Мађарска је прешла дуг пут. Разлози за преокрет могу се наћи у адекватном приступу Агенције за управљање дугом, централне банке и политичкој стабилности<sup>71</sup> (међутим промене на плану демократског уређења представљају потенцијални ризик). Данас, Мађарска је, уз Чешку републику, класификована као „растуће тржиште“<sup>72</sup>.

#### 4.2.3. ФИНАНСИЈСКА ТРЖИШТА У СРБИЈИ

Реформама осамдесетих година омогућено је отварање берзе под називом Југословенско тржиште капитала<sup>73</sup>. Доношењем Закона о приватизацији („Службени гласник РС“ бр. 38/2001, 18/2003, 45/2005, 123/2007, 30/2010, 93/2012, 119/2012, 51/2014) је предвиђено коришћење тржишта капитала као једног од механизма приватизације. Акцијама емитованим у поступку приватизације по ЗСТ и, мањим делом промета, обвезнице Републике Србије емитоване ради измирења девизне штедне се највише трговало у периоду 2001–2007. године, а уласком инвестиционих и пензионих фондова 2006. и 2007. године постојао је континуитет раста обима трговања<sup>74</sup>. Процес пражњења је започет концентрацијама и повлачењем најбољих акција из промета<sup>75</sup>. Подаци од новембра 2019. године о најтргованијим акцијама као акцијама из приватизације (акције Галенике Фитофармације а.д. Земун, а ако се укључе и блок трансакције – акције Комерцијалне банке а.д. Београд) говоре у прилог тези да учествовање на секунарном тржишту власничких хар-

69 Пореско планирање

70 E. Nivorozhkin (2002), 174

71 Capital market reform – Hungary’s quiet revolution, GlobalMarkets: <https://www.globalcapital.com/article/b1f9hxwv11h5cd/capital-market-reform-hungarys-quiet-revolution>, 10.5.2019.

72 J. Ramotowski, The Polish market economy is maturing slowly: <https://financialobserver.eu/poland/the-polish-capital-market-is-maturing-slowly/>, 15.4.2019.

73 И. Ђекић, Докторска дисертација: Утицај светске економске кризе на стање и перспективу привреде Србије, Економски факултет у Нишу Универзитета у Нишу 2014, Ниш, 184

74 М. Арандаренко, Б. Мијатовић, Реформе у Србији: достигнућа и изазови, Центар за либерално-демократске студије 2008, Београд, 42

75 *Ibidem*.

63 J. Ramotowski, The Polish market economy is maturing slowly: <https://financialobserver.eu/poland/the-polish-capital-market-is-maturing-slowly/>, 15.4.2019.

64 *Ibid.*, Table II – 170, 171

65 *Ibidem*.

66 Финансијски левериџ представља однос позајмљеног и сопственог капитала (важан фактор за могућност задуживања).

67 E. Nivorozhkin, Capital structures in emerging stock markets: The case of Hungary, The Developing Economies XL-2 2002, Institute of Developing Economies (*Ide-Jetro*), Mihamaku, Chiba, 166

68 E. Nivorozhkin (2002), Tabel VII, 181, 174

тија од вредности није ‘заживело’ у Србији<sup>76</sup>. Финансијска тржишта су остала превасходно механизам прерасподеле својинских права, а готово занемарљиво механизам финансирања сектора предузећа о јавног сектора што је био основни циљ<sup>77</sup>. Као један од корака за остваривање функционалног тржишта за хартије од вредности, било је потребно ускладити Закон о преузимању јер, „у постојећем решењу фактички суспендује конкуренцију на тржишту преузимања” (Арандаренко и Мијатовић, 2008: 43) са прописима ЕУ што је учињено доношењем Законом о преузимању акционарских друштава („Службени гласник РС”, бр. 46/2006, 107/2009, 99/2011 и 108/2016) чиме је имплементирана Тринаеста директива ЕУ<sup>78</sup>. Обзиром да је услов интензивног развоја тржишта капитала је развијеност самог пословања јасно је да је доминација друштвене својине ју је онемогућавала, а уз то и пад привредне активности те макроекономска нестабилност<sup>79</sup>. Данас, акционарска друштва представљају један проценат привредних субјеката у Србији. Треба имати у виду да је велики број представљају акционарска друштва формирана иностраним капитал учешћем, те су акције листиране на берзама у иностранству (а не на Београдској берзи). Даље, домаћа акционарских друштава су емитовала акције у поступку приватизације, а сада се дешава њихово откупљивање и претварање у правну форму затворених акционарских друштава. Као пресудни разлози за ниску стопу оснивања наводи се тенденција концентрације капитала у рукама малог броја власника те ‘плиткост’ домаћег тржишта капитала јер нема праве понуде за улагаче (осим малог броја акција предузећа, муниципалних и обвезница старе девизне штедње)<sup>80</sup>.

76 “BELEXsentiment за decembar 2019. godine iznosi 122,37 poena”, Београдска берза <https://www.belex.rs/trgovanje/sentiment>, 29.11.2019.

77 М. Арандаренко, Б. Мијатовић (2008), 43

78 Directive 2004/25 of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on Takeover Bids, O J L 142/04

79 И. Ђекић (2014), 185

80 Акционарска друштва у Србији: Наших 1%, Бизнис & Финансије: <https://bif.rs/2015/06/akcionarska-drustva-u-srbiji-nasih-1/>, 23.4.2019.

## Закључак

Упркос свим преокретима и скретања са пута, наду дају примери држава које су се суочиле са прошлошћу и одважила се да крену у дубинске реформе. Управо зато сам одабрала да у раду прикажем случај Пољске – транзиције која је задобила ласкаву титулу ‘економског чуда’<sup>81</sup>. Суштина транзиције јесте промена подстицаја којима су изложени поједници како би се формирало високо продуктивно друштво. Такође, конкуренција ‘прочишћава’ тржиште од неефикасних учесника<sup>82</sup>. Свакако, предуслов је правна сигурност, те шири рад на демократском уређењу – неопходан фактор и основа за дугорочан привредни раст.

*Александра Стефановић*

## TRANSITION: PRIVATISATION AND DEVELOPMENT SIGNIFICANCE OF FINANSIAL MARKETS – CASE STUDY OF POLAND, SERBIA AND HUNGARY

### Summary

*Analysis of transitional reforms in post communist states contributes to improved understanding of key steps to switch to market economy as well for institution making process. Institutions are necessary for long-term legal security and political pluralism. Journey to make different society is not often easy, and there are periods of regression and turning to authoritarianism. Understanding these difficulties through case study of Poland and Hungary can aid in building Serbian perspective. Choice of privatisation method has an impact on development of finansial markets: while by purchase has benefits of income and speed, division of shares aids in accomplishing developed trade. As a country in which reform process started in the early nineties, Serbia faces needs for development of finansial markets institutions. They represent condition for functioning market economy by sending reliable signal of companies’ management and issuance.*

Key words: transition, institutions, privatisation, finansial markets

81 “Polish economic miracle”

82 Латински израз је лустрација (занимљива игра речи).

## ВАЛУТНА КЛАУЗУЛА У УГОВОРИМА О КРЕДИТУ ИНДЕКСИРАНИМ У ШВАЈЦАРСКИМ ФРАНЦИМА

**Чедомир Мирковић\***

*Фокус овог рада је правна и економска природа валутне клаузуле у уговорима о кредиту, као и законска регулатива у позитивном српском праву. Да би се правилно разумео проблем, и евентуално нашло одговарајуће решење, потребно је нешто рећи и о настанку валутне клаузуле, као и околностима које су довеле до њене шире примене. Наиме, највећи проблем у Србији је неуједначена и шаролика судска пракса када су у питању ови уговори о кредиту. Најчешће питање које се судовима поставља је да ли раст курса швајцарског франка може бити одлучујућа околност за судски раскид уговора због промењених околности (члан 133 Закона о облигационим односима). Ово ће, мање више, бити централна тема, али постоји још доста спорних питања везаних за ове уговоре, од тога да ли су банке биле дужне да кориснике кредита информишу о ризицима кредита индексираних у CHF, да ли су се саме банке задуживале у тој валути, међусобни однос валута РСД, CHF, EUR током периода отплате кредита, предвидљивост раста курса валуте коришћене за индексацију, као и проблеми везани за последице раскида уговора и враћања главнице итд. На њих се такође ваља осврнути, с обзиром на неке пресуде које су донете поводом ових кредита, а баве се овим питањима. Ипак, Србија није једина имала оваквих проблема, те ће бити нешто речено и о решењима која су примењена у земљама у иностранству, и на подручју бивше СФРЈ. Циљ решавања ових дилема је, колико је то могуће, да "сви буду задовољни", тојест очување стабилности финансијског система и поверења грађана у кредитни систем ради динамичнијег и интензивнијег привредног раста.*

Кључне речи: Валутна клаузула, судска пракса, уговор о кредиту, Србија, CHF

### 1. Валутна клаузула

Валутна клаузула је клаузула у уговору о кредиту којом поверилац (најчешће банка) пребацује валутни ризик са себе на дужника (корисника кредита). Валутни ризик настаје када се се структура валуте извора разликује од структуре валуте пласмана, као последица сукоба принципа номиналне и реалне вред-

ности новца. Наиме, валутна клаузула није постојала у 19. и у добром делу 20-ог века јер је владало начело монетарног номинализма. Монетарни номинализам је принцип који каже да се уговара и исплаћује исти број новчаних јединица независно од реалне вредности новца. Ипак, у време важења златног стандарда (када су све светске валуте имале златно покриће)<sup>1</sup>, ово начело је могло да оствари основну функцију ових уговора, тојест еквивалентност узajамних давања (у смислу члана 15 Закона о облигационим односима). Међутим, временом је напуштен златни стандард, и земље Европе (углавном), како су напуштале златни стандард, су билатералним и мултилатералним аранжманима своје валуте међусобно везивале једна за другу или за амерички долар. Једно време је амерички долар био чак једина валута која је имала златно покриће, све до 1971. године када је и тамо златни стандард напуштен. Сада, неизбежан је валутни ризик, поготово за банке које се задужују у једној валути а средства корисницима пласирају у домаћој валути. Наравно, постоје и спекулативни кредити банака који домаћу штедњу у динарима, пласирају у динарима, али уговоре валутну клаузулу у CHF, не би ли растом курса швајцарског франка, стекли шпекулативну добит. Дакле, ризик банака је да променом курса валуте у којој су средства пласирана у односу у на валуту извора дође до обезвређивања пласмана у односу на његов извор чиме настаје губитак за банке. Но, у Србији постоји распрострањено уверење да валутна клаузула служи да повериоце заштити од инфлације, што се и наводи у образложењу Закона о изменама и допунама закона о облигационим односима из 1993. године, када је валутна клаузула први пут уведена<sup>2</sup>. На овом становишту стоји и Врховни касациони суд у својој пресуди<sup>3</sup>. У тој пресуди се, између осталог наводи да валутна клаузула служи да очува реалну вредност главнице и заштити повериоце од инфлације, односно пада куповне моћи. Међутим, инфлација, односно ризик куповне

1 Златни стандард подразумева да свака светска валута вреди одређену количину злата

2 Закон о облигационим односима (Sl.list SFRJ, br 29/78) члан 395.

3 Прев 60/2016 од 27.04.2017 године.

\* Студент Правног факултета Универзитета у Београду, контакт: cedomir.mirkovic26@gmail.com

моћи, повериоце интересује само посредно. Дакле, ако падне куповна моћ валуте пласмана (динара на пример), поверилац добија исти број швајцарских франака које је пласирао, само у динарској противвредности. Повериоца интересује инфлација посредно, јер са падом куповне моћи динара, дужникова рата отплате кредита увећава, отежавајући испуњење његове обавезе, тиме увећавајући кредитни ризик (ризик намирења потраживања, односно може довести до инсолвентности дужника).

Валутна клаузула је у српско право уведена 1993. године, изменом Закона о облигационим односима, у другачијим околностима и са другачијим циљем, после две хиперинфлације.. Осим овог закона она је дефинисана и у Закону о девизном пословању<sup>4</sup> и Закону о заштити корисника финансијских услуга<sup>5</sup>.

## 2. Предговорна фаза

Поставља се питање да ли је уговорна страна која приступа уговору о кредиту била благовремено информисана о околностима од значаја за закључења уговора.

Наравно, овде семисли на кориснике. Судови сматрају да су банке дужне да пруже пуну информисаност својим клијентима, углавном позивајући се на општа начела Закона о облигационим односима, а најчешће на начело савесности и поштења. Међутим информације о променама курса стране валуте, неки тврде, биле су лако доступне уз минималне трошкове. Наиме, у задњих четрдесет година, по неким анализама, два пута је дошло до наглог раста швајцарског франка. Но, будућност је увек неизвесна, али не значи да нешто што се већ дешавало не може да се деси опет, рачунајући притом и ризике свих учесника финансијских тржишта. Штавише неки корисници кредита тврде да раст курса швајцарског франка није био експлозиван већ континуиран у периоду од неколико месеци. Чињеница је да је у периоду када су ови кредити били "популарни" за узимање (2005–2008 године) имали и нижу каматну стопу од кредита индексираним у еврима, што је повећало тражњу за овим кредитима, и наравно ником није пало на памет да провери због чега би кредит у швајцарским францима био повољнији од оног у еврима.. Дакле банке тешко да могу да буду одговорне за неинформисаност корисника, будући да, и поред наведеног, клијент (као и сваки други

купац) може и сам уз минималне трошкове да се информише о ономе што узима или купује. Наравно, клијенти су могли у виду услуге да траже од банке такве анализе курса. Из наведеног произлази да се валутне клаузуле и уговори о кредиту не могу поништавати из разлога неинформисаности. Ипак, постоји и одговорност банака за неинформисање према клијентима. Поводом тога, у интервјуу за "BBC news на српском" професор економског факултета и бивши гувернер Народне банке Србије Дејан Шошкић каже: "Банке су морале знати да, ако одобравају те кредите, дугорочно они могу да им се врате као проблематични"<sup>6</sup>. Професор такође наводи: "Не кривим грађане што не знају шта је валутни ризик, кривим пре свега банке, ако их нису упознали са ризицима и кривим Народну банку Србије што није спречила такву кредитну експанзију, јер је могла то да уради". Међутим, у време узимања кредита као и у каснијим споровима поводом ових кредита примењиван је Закон о заштити потрошача из 2005 године, по коме се правила купопродаје о обавештавању аналогно примењивала на уговоре о кредиту. Професор Шошкић такође тврди да је Народна банка Србије поседовала различите инструменте да отежа кредитирање у швајцарским францима, тако што би их учинила скупљим за банке или што би их административно забранила као непожељну активност. Такође постоје изјаве из 2007. године тадашњег гувернера Народне банке Радована Јелашића који је давао упозорења грађанима везано за ове кредите. Међутим, тек је 2011. године (док је гувернер НБС био проф. др Дејан Шошкић) донет Закон о заштити корисника финансијских услуга који регулише ову материју.

## 3. Rebus sic stantibus

Правни институт познат још из римског права постао је широко коришћен у пресудама поводом кредита у швајцарским францима из разних разлога. У питању је норма члана 133 Закона о облигационим односима која је из правно-техничких разлога подобна за различита тумачења. У њему се каже да ако после закључења уговора наступе околности које отежавају испуњење обавезе једне стране или се не може остварити сврха уговора, у једном и у другом случају у тој мери да уговор не одговара очекивањима уговорних страна и да је

4 Закон о девизном пословању (Sl.glasnik RS,br.62/06) члан 2 став 24.

5 Закон о заштити корисника финансијских услуга (Sl.glasnik RS,br.36/11) члан 19.

6 Кредити у швајцарским францима ујединили Балкан, <https://www.bbc.com/serbian/lat/balkan-47659600>, 20.04.2019

по “општем” мишљењу очигледно неправично одржати га на снази. У првом делу норме који се односи на околности испуњења и сврху нема ништа спорно. Међутим и у једном и у другом случају то мора бити у **тој мери да обесмишљава уговор**. Дакле уговор о кредиту који је делом реализован (узет је новац), купљена је непокретност, дато је обезбеђење, тешко може бити поништен као “очигледно неправичан”. Са становишта корисника кредита циљ уговора је остварен куповином непокретности која је предмет уговора, али са становишта банке циљ није реализован јер је циљ банке повраћај главнице са припадајућом каматом.

Но, корисници су ти који се искључиво позивају на промењене околности. Исти члан Закона о облигационим односима каже да раскид уговора не може тражити страна која је била дужна да при закључењу уговора узме у обзир те околности или их је могла избећи или савладати<sup>7</sup>. Чињеница је, иако “можда” клијенти нису били дужни да узму у обзир те околности, да су такве околности могли избећи или савладати. Ипак судови су, неки да, неки не, раскидали ове уговоре због промењених околности, што је стварало конфузију у судској пракси и и даље ствара. Мислим да се искључиво ради о томе да је велика већина судија правнички и свакако другачије васпитана и образована у духу старог система, који није познавао модерна финансијска тржишта и у коме се подразумевала заштита дужника у сваком смислу, и који се давно, баш због тога и других разлога, распао. Из свега наведеног произлази да је аргументација у корист раскидања ових уговора због промењених околности, врло крхка и на дуги рок неодржива, како са економског аспекта, тако и са аспекта правне сигурности. Са економског аспекта, вероватно би дошло до смањења понуде ових кредита а самим тим и пада пласирања ових кредита, а самим тим смањиле би се и инвестиције. Опет, са становишта дужника јавио би се проблем повраћаја главнице уз затезну камату, па чак и накнаде штете банкама због раскида уговора. Ако би се прихватило решење да се враћа све у динарима, то отвара проблеме и једнима и другима, јер се пласман банака обезвређује растом франка, а дужник мора да издвоји поприличну суму одједном како би намирио своје обавезе које произлазе из раскида уговора, по Закону о облигационим односима. Ипак, нису тако чести случајеви раскида уговора о

кредиту услед промењених околности. Међутим, Врховни касациони суд реагује прилично уздржано и са закашњењем, од тога да је валутна клаузула дозвољена па до тога да ли су уговори законити или не.

Поставља се оправдано питање, треба ли држава да интервенише? Упоредна пракса је пуна управо таквих примера. У Хрватској је већ неки период на снази Закон о конверзији, а недавно је и Врховни суд Грчке потврдио законитост ових кредита, иако су клијенти из Грчке добили спорове пред Апелационим судом у Пиреју и неким другим судовима против банака, који су поништили ове уговоре. Такође конверзијом у домаћу валуту према дану закључења уговора ови проблеми су решени у Мађарској, Румунији и Црној Гори. Но, држава Србија све до недавно није интервенисала. Најновији *lex specialis*<sup>8</sup> предвиђа конверзију и отпис главнице за 38%. Зашто баш 38%, и да ли се овим законом некима помаже некима одмаже или шта се већ жели постићи, више личи на неку поштапалицу израђену на брзину без превише размишљања, чије последице тек остаје да се виде у примени овог закона.

Надаље, општим методама тумачења правних норми члана 133 Закона о облигационим односима, мислећи овде пре свега на циљно тумачење, не може се рећи да је законодавац имао интенцију да штити уговорне стране од уобичајених, па чак и непланираних ризика. Сам циљ, и начин на који је прописан овај правни институт, подразумева да се он примењује само изузетно.

Изузетно у смислу да се примењује само у ситуацијама које су изузетне, притом треба водити рачуна и о “општем мишљењу”, то јест да је “очигледно неправично” оставити такав уговор на снази. Управо овако дефинисани појмови у овом члану отварају простор за различита тумачења, као и тешкоће да конкретни судија у конкретном случају дефинише сам шта је то општо мишљење или шта је очигледно неправично. Наравно, сваки судија поред правничког резонувања треба да има и осећај за правичност, какву такву, али не треба се онда чудити грешкама у одређеним случајевима, које су увек могуће из различитих разлога.

Швајцарски франак је у одређеном периоду флукутирао, али иначе важи за стабилну валуту која “готово” да не може да изгуби вредност. Зато није чудо што су банке баш швајцарски франак користиле као валуту за уговарање

7 Закон о облигационим односима (Sl.list SFRJ, br.29/78) члан 133 став 2.

8 Закон о конверзији стамбених кредита индексираним у швајцарским францима (“Sl.glasnik”RS,br.31/2019).

валутне клаузуле. Но, он је бележио велики пораст у одрђеном периоду, од 2006. до 2011. године чак 100%! Међутим расле су и друге валуте, евро на пример 70%, као и амерички долар. Може ли се онда сматрати и да је пораст курса евра за 70% промењена околност за раскид уговора? Тешко.

Занимљива је и анализа раста плата у Србији у том периоду. Неки тврде да је раст плата управо компензовао раст франка или чак смањио учешће рате отплате кредита у плати корисника. Наиме, плате највећег броја корисника кредитау Србији су у динарима. Неспорно је да је постојао раст плата у том периоду, чак и од 100%. Међутим, не могу да се сложим да је раст просечних плата имао велики утицај, из разлога што је сама структура плата у Републици Србији таква да је и дан данас (тада можда мање) у државном, односно јавном сектору, 20% већа у односу на плате у приватном сектору. Такође, сваки кредит је случај за себе, од тога где корисник ради, каква му је кредитна способност итд.

Овде треба поменути и чињеницу да су банке давањем ниже каматне стопе омогућиле и високо ризичним клијентима узимање ових кредита, с обзиром да такви клијенти тада нису испуњавали услове за узимање кредита у еврима. Но, понашање банака у овим уговорима, а и неким ранијим, на основу уговарања очигледно неправичних клаузула или скривених накнада створило је утисак какав важи у Србији, да су банке лихвари, зеленаши, лопови итд. Али њих су судови оправдано кажњавали у таквим случајевима, поништењем таквих клаузула, повраћајем стеченог без основа са затезном каматом, док неодговорно понашање неких клијената толерише или чак награђује што ствара одређене економске ефекте. На крају крајева, економија је као ред домина, ако једна падне она обара и следеће, зато правници и судије треба врло опрезно да приступају решавању ових случајева уз свестрану компетентну анализу. На крају, поништењем ових уговора би клијенти требали да врате станове, или накнаде њихову вредност, што тек они не желе да ураде, или да се уз посредовање и пристанак друге стране уговорне обавезе правично измене што омогућава и члан 133 Закона о облигационим односима. Банке често тврде да су неколико пута нудиле могућности да се уговори измене, али клијенти то негирају. Не треба спекулисати, нека свака страна своје тврдње докаже на суду, али на крају привреда земље и стабилност финансијског тржишта не треба да испашта због тога.

Поред примене института раскида уговора због промењених околности, поставило се и питање ништавости валутне клаузуле као такве, односно питање ништавости индексације у швајцарским францима. Ово питање су поставили неки клијенти приликом судских поступака позивајући се углавном на члан 103 Закона о облигационим односима као противан принудним прописима, јавном поретку и добрим обичајима. Међутим, валутна клаузула је законска категорија, дефинисана у више закона тако да нема говора о њој као противној принудним прописима или јавном поретку. Занимљиво је питање да ли је валутна клаузула противна добрим обичајима. Мишљења сам да јесте, из разлога што грађани Србије и региона немају готово никакав додир са швајцарским франком, јер највећи део штедње је у еврима или евентуално у динарима (што је ретко). Тако је обрачунска валута у српској привреди, трговини и промету, евро, као и при куповини непокретности. Српски судови су изричито били против поништаја валутне клаузуле или се то дешавало врло ретко. Таква пракса је разумљива јер произлази из позитивних прописа. Могло би да се постави питање поништаја индексације у швајцарским францима као противно добрим обичајима, односно део валутне клаузуле који се односи на швајцарски франак. Наиме, Закон о облигационим односима дозвољава поништај дела одредби или клаузула уговора ако би уговор или клаузула могла да опстане без тог дела. Међутим, поништењем само дела одредбе која се односи на валуту индексације оставља без смисла валутну клаузулу те би се морала цела поништити.

#### 4. Скривене накнаде и неправичне клаузуле

Да не буде да само критикујем клијенте, или да мислим све најбоље о банкама, стоје чињенице да су банке уговарале разне скривене накнаде, од разлике у курсевима приликом давања и отплате кредита до трошкова обраде кредита у фиксном износу од главнице итд. Чак су уговарале променљиве каматне стопе које, поред других дозвољених параметара (LIBOR на пример), садрже одредбу да се каматна стопа мења у складу са променама пословне политике банке. Оправдано, већину ових клаузула су судови поништавали, док су неке и даље спорне, као што су трошкови обраде кредита.

Што се тиче разлика у курсевима, банке су давале кредите по средњем курсу Народне

банке Србије или по куповном курсу, а уговорале су повраћај средстава од клијената по продајном курсу који је увек већи. По самој природи уговора о кредиту, камата је једини извор прихода за банке, али ниједним прописом није забрањено уговарање по различитим курсевима. Судови се у својим пресудама позивају углавном на општа начела у члану 12 и 15 Закона о облигационим односима, односно начела савесности и поштења и начела еквивалентности узајамних давања. Ово има своје оправдање, али ако се поред овога уговоре и друге накнаде кумулативно, може се чак поставити питање поништења уговора због прекомерног оштећења. Дакле, банке разумљиво користе рупе у законима или једноставно спроводе сопствене пословне политике, али треба да имају на уму да због тога саме себи праве проблеме на дуги рок, стварајући неповерење а тиме и недостатак штедње, и губе репутацију. Банке вероватно то раде по логици "да све што није законом забрањено то је дозвољено", међутим то не пролази код српских судова.

Банке већ довољно збуњују корсинике кредита коришћењем дозвољених параметара за уговарање номиналне каматне стопе као што су LIBOR, EURIBOR, BELIBOR<sup>9</sup> итд. Међутим, неко време је у уговорима стајало и то да се висина номиналне каматне стопе може мењати и променом пословне политике банке. Свима је ово пало у очи с разлогом, јер овакве одредбе не само да стварају огромну правну несигурност већ представљају и израбљивање и симбол моћи банака над клијентима. Врховни касациони суд је наравно (а и други судови) поништио овакве клаузуле, што се и очекивало. Банке су искључиво криве за уговарање оваквих клаузула, и наравно плаћају цену у виду губитка репутације и кредибилитета, што је и нормално у земљама са тржишном привредом и финансијским тржиштима заснованим на тржишним принципима.

У уговорима о кредиту индексираним у швајцарским францима често се појављују и фамозни трошкови обраде кредита, најчешће у фиксном износу од 2% од главнице. Овде морам похвалити судове који су, пре одлуке Врховног касационог суда о овим трошковима, врло обазриво прилазили овоме и поништавали ове клаузуле када се није могло утврдити шта су то трошкови обраде кредита.

<sup>9</sup> LIBOR представља дневну референтну каматну стопу по којој банке међусобно позајмљују новац на Лондонском, односно Европском (EURIBOR) или Београдском (BELIBOR), међубанкарском тржишту.

## 5. Последице раскида уговора

Ако би се и прихватила теза по којој су растом франка испуњени услови за раскид уговора због промењених околности, последице тога су различите. Најпре, раст франка као такав у периоду од 1976. до 2006. године десио се два пута и био је поприличан. Међутим, сви кредити индексирани у швајцарском франку били су дугорочни, најчешће 30 година, тако да је сигурно да ће раст курса некога задесити. Дакле, раскид уговора повлачи пар питања а то су повраћај главнице односно, начин на који би се обавио и у којој валути, и накнада штете због раскида уговора.

Прво, повраћај главнице је веома проблематичан јер се ради о великом износу, који клијенти вероватно не би могли да отплате ни продајом стана који су купили тим кредитом. Та цена је нижа због генералног пада цена некретнина на светском тржишту изазваном економском кризом 2008. године. Као и у свим уговорима о кредиту, и у овима су уговорана различита средства обезбеђења, најчешће хипотека. Тако да банка део потраживања може реализовати и продајом хипотековане непокретности. Овај исход је прилично неповољан по дужнике јер губе непокретност и још би морали да додају одређени износ да би намирили своје обавезе. Једно од решења би било узимање кредита за рефинансирање, односно кредит којим би се платио стари кредит. Међутим, ово није трајно решење већ представља одлагање обавезе, а још је и питање може ли дужник добити такав кредит по могућству са повољнијом каматном стопом.

Друго, што се тиче валуте повраћаја главнице, постоје различите солуције. Једна од њих је тзв. динарска теорија. Ако би валута повраћаја била валута која је и уговорена, то јест швајцарски франак, остаје проблем што клијенти немају, нити су видели ту валуту приликом узимања кредита, а банке би биле намерене, односно биле би враћене у стање у ком су биле пре закључења уговора. Такође једно од решења би могло бити најпре конверзија индексације у евре, а затим повраћај у еврима што је можда једино оптимално решење, али остаје проблем банкама које су се задуживале у швајцарским францима, али имајући у виду данашњу ситуацију где је евро 10% јачи од швајцарског франка, банке би биле чак и на добитку. Ипак, највише промовисана теорија у судској пракси је повраћај главнице у динарима, која отвара различите проблеме а највише банкама. Наиме, раст курса валуте извора подразумева повраћај веће количине валуте пласмана. Из тог разлога повраћај из-



носа у динарима који су клијенти добили на дан закључења уговора није довољан, због раста курса франка, да измире своје обавезе према банци. Тиме се ствара губитак за банке који ствара одређене последице по привредни раст итд. Срећом уговори нису раскидани у великој мери, тако да и повраћај главнице по овој теорији није распрострањен. На крају треба напоменути да, по Закону о облигационим односима, дужници у доцњи не могу захтевати раскид уговора због промењених околности, као и то да банке имају, у случају раскида, право на накнаду штете.

## 6. Европска пракса и могући исходи

Европски суд правде у Луксембургу је поводом ових кредита донео одлуку којом поништава клаузуле од индексацији у швајцарским францима. У тој одлуци се као аргумент за овакву одлуку наводи да су банке биле дужне да кориснике кредита благовремено и потпуно обавесте о свим околностима везаним за ове кредите. Наиме, Србија као кандидат за чланство у ЕУ и даље има гомилу предмета везаних за ове кредите пред домаћим судовима, а на ред ће доћи и усклађивање праксе српских судова са судовима ЕУ.

## 7. Закључак

Што се тиче могућих исхода, Србија може кренути путем већине европских земаља (горе наведеним) или путем земаља у окружењу. Наиме, земље у окружењу као што су Хрватска, Црна Гора, Мађарска и Румунија су донеле посебне законе о конверзији којом индексацију пребацују из швајцарског франка у евре или чак за домаћу валуту. Но, питање је ту да ли овај проблем решавати судским путем као у већини европских земаља или посебним законом, иако ми немамо добро искуство са *lex specialis*-има, од тога да се њиме признају резултати избора па до тога да се на основу њега граде зграде и станови. Данас, све се више чини да ће Србија, или већ јесте, кренула овим другим путем којим банке сносе највећи терет, али и то није толики проблем, јер постоји и већи. Тај проблем је санирање губитака и банака и клијената из буџетских средстава што ствара негативне подстицаје, односно морални hazard, и представља неку врсту дискриминације према клијентима који су у истом периоду узели кредите индексираним у еврима. Из таквих разлога је и Влада САД избегавала да током кризе 2007–08. године ускочи и спаси поједине инвестиционе банке које су пропале током кризе.

Недавно је и Врховни касациони суд донео свој став поводом ових кредита. У њему се наводи да је валутна клаузула пуноважна ако банке докажу да су се задуживале у швајцарским францима и да су потпуно и благовремено обавестиле кориснике о свим ризицима узимања ових кредита. Наиме, оваква одлука је могла бити донета и пре десет година, када је већина земаља Европе решавала ове проблеме, са истим последицама. Овакве услове ретко која банка би могла да докаже да их је испунила у време узимања кредита. Овакво усаглашавање судске праксе би могло унети конфузију у већ, колико толико, формирано (донекле) исправно мишљење о самој валутној клаузули. Убрзо после овог става најављено је (или је већ у процедури) доношење посебног закона о кредитима индексираним у швајцарским францима. Тиме би овај проблем требало да буде решен, али и даље остаје доста питања која су спорна или да кажем, занимљива да се о њима размишља. И тај нови закон, који садржи одређена решења, остаје да прође тест времена.

Да ли ће овим законом бити решен проблем банака и клијената око ових кредита? Вероватно хоће, али ће произвести разне економске последице (негативне) које тек остају да се виде.

**Чедомир Мирковић**

## CURRENCY CLAUSE IN LOANS INDEXED WITH SWISS FRANCS

### Summary

*The goal of this work is legal and economic analysis of the currency clause, and the problems that were caused by it in loan agreements in Serbia, the usage of Swiss franc in these clauses to be more precise. The matter is also about evolution of currency clauses in loan agreements and its usage, some court decisions about it and legal and economic consequences of that decisions, some experiences from Balkan region etc. The basis is answering the questions about breaking the contracts because of changed circumstances (the usage of rebus sic stantibus legal institute), also about some clauses offered by the banks which are not usual and the responsibility of the banks and the clients for informing before making agreement. At the end, it will be a few words about possible solutions to these problems, new laws that are trying to solve this problem and also something about other countries and the ways they headed.*

Keywords: Currency clause, judicial practice, loan agreements, Serbia, CHF

## КОМЕНТАР ЗАКОНА О КОНВЕРЗИЈИ СТАМБЕНИХ КРЕДИТА ИНДЕКСИРАНИХ У ШВАЈЦАРСКИМ ФРАНЦИМА

**Теодора Пустих\***

*У овом раду бавићемо се донетим *lex specialis* о конверзији кредита у швајцарским францима који за циљ има решавање деценијског проблема насталог услед наглог раста швајцарског франка након Светске економске кризе 2008. Наводимо оне одредбе закона које јесу или могу бити спорне из угла правне сигурности наравно, из субјективне перцепције аутора, упоређујући норме са решењима оних земаља које су такође морале да се баве овим питањем. Бавимо се потенцијалним економским последицама по Републику Србију и на крају питањем покретања међународне арбитраже од стране оних привредних субјеката на које ће донети закон утицати.*

Кључне речи: *lex specialis*, конверзија, правна сигурност, економске последице, међународна арбитража

### 1. Увод

Започнимо анализу кратким подсетником на то како смо уопште дошли до доношења овог Закона<sup>1</sup>. Наиме, у периоду 2007. и 2008. године махом су издавани кредити зарад куповине стамбених непокретности. У понуди су се издвојиле две врсте кредита. Једна врста били су кредити индексирани у еврима, друга врста кредити индексирани у швајцарским францима. Ове две врсте кредита биле су везане за две различите врсте референтних каматних стопа (оних од којих зависи кретање свих осталих каматних стопа из разлога што и саме банке, који су издаваоци ових кредита по њима прибављају средства). У првом случају, кредити индексирани у еврима били су везани за EURIBOR (каматна стопа по којој банке једна другој позајмљују средства на Европском међубанкарском тржишту), док су они кредити индексирани у швајцарским францима били везани за LIBOR (каматну стопу по којој се средства позајмљују на Лондон-

ском међубанкарском тржишту). У том тренутку LIBOR је био значајно нижи од EURIBOR-а што је само по себи довело до тога да велики број потрошача тј. корисника стамбених кредита узима управо кредит у швајцарским францима. Међутим, 2008. године долази до Светске економске кризе, EURIBOR пада док швајцарски франак почиње да расте, и ето проблема. Сада су рате отплате кредита дужника у „швајцарцима“ порасле (знатно порасле) што доводи до бурних реакција дужника па самим тим и до многобројних тужби упућене банкама. У првим годинама након раста CHF-а, судови су јасно стајали на страни банака и одбијали тужбене захтеве дужника. Заправо, судови су стајали на страни обавезности потписаних уговора која мора да постоји како би се уопште могло дискутовати о правној сигурности. Међутим својеврсни преседан била је пресуда Апелационог суда у Новом Саду (Гж. Бр. 1781/16) који је одбио жалбу банке која је била странка у спору и пресудио у корист тужиоца, односно дужника.<sup>2</sup> Образложење била је примена института промењених околности (о томе како је овај институт примењен итекако се може дискутовати). Тужбе настављају да стижу, грађани се окупљају у протестантске групе и на крају, 25. априла 2019. године Народна Скупштина Републике Србије усваја предлог Закона о конверзији стамбених кредита индексираних у швајцарским францима, чиме ми долазимо до наше основне теме.<sup>3</sup>

### 2. Анализа одредаба и могући проблеми

У даљем тексту осврнућемо се само на оне одредбе Закона о конверзији стамбених кредита индексираних у швајцарским францима које би знатно могле да утичу како на правну, тако и на економску сферу у Републици Србији.

\* Студент Правног факултета Универзитета у Београду, контакт: ristictеodora@gmail.com

1 Закон о конверзији стамбених кредита индексираних у швајцарским францима, *Службени гласник РС*, бр 31.

2 Пресуда апелационог суда у Новом Саду Gž.1781/16 <http://www.ns.ap.sud.rs/index.php/srl/component/content/article/38-gradjansko-odeljenje/1045-gz-1781-16>

3 Закон о конверзији стамбених кредита индексираних у швајцарским францима, *Службени гласник РС*, бр.31

Већ члан 3 овог Закона напомиње да ће се он односити на уговоре о кредиту код којих је на дан ступања на снагу отплата у току, на оне где је доспелост наступила у целости а није покренут поступак принудног извршења или вансудског намирења, или је пак до тог дана такав поступак покренут односно у току је. Такође, односи се и на кредите код којих је извршена продаја стамбене непокретности која је била предмет обезбеђења, а где дуг није измирен у целости. Сумирајмо, овај предлог закона се не односи на оне дужнике који су већ успешно измирили своје обавезе или пак прихватили неки од ранијих предлога о конверзији Народне банке Србије (око 5.000 њих, од иницијалних 22.000 дужника).

Управо узимајући у обзир ту чињеницу, Фискални савет указује на постојање фискалног ризика од стварања преседана који касније може да послужи као основ за захтеве да се надокнаде трошкови дужника који иницијално нису обухваћени овим Законом.<sup>4</sup> Овоме утабава пут и образложење ефеката прописа где се напомиње „једнообразно“ и „правично“ решавање овог питања, садржано у предлогу овог Закона (даље у тексту ћемо образложити разлог из кога је Фискални савет итекако у праву, узимајући у обзир правно схватање Врховног касационог суда), овде то не радимо, ради прегледности). Остаје нам да видимо каква ће бити пракса судова у случају да таквих захтева буде, с обзиром на то да се мора штитити једнакост грађана пред надлежним органима а имајући у виду шта она представља, јасно је да се не може поштовати кумулативно са овим Законом.

У следећем члану Закон говори о начину спровођења конверзије и тиме долазимо до нових, већих проблема. Наиме, овде се намеће обавеза банкама да понуде конверзију преосталих дуговања својим клијентима у евре и то тако да када добију тај износ њега умање за 38% при фиксној каматној стопи од 4%.

Идеја је да 15% од тог умањења сноси држава. То представља први проблем. Под „државом“ се, свакако, мисли на пореске обавезнике тј. грађане, и то оне који се нису усуђивали на овакве кредите (када већ говоримо о правичности могли бисмо и овде да је поменемо). Наиме, иако се стално напомиње да ће примена овог Закона имати само позитивне последице по наведене кориснике кредита док према трећим лицима неће имати никакво дејство, не

можемо да се не запитамо како то да умањење државног буџета за 11,86 милијарди динара (колико је израчунато да мора бити утрошено од стране „државе“ ради испуњења њеног дела обавезе) неће утицати на остале грађане који су, будимо једноставни, та средства у буџет и депоновали.

И сам Фискални савет сматра да би овај проблем ваљало решити без непосредних буџетских трошкова указујући на сличне случајеве који су решавани на нимало сличне начине<sup>5</sup>, истичући питања која би могла да постану спорна. Са друге стране, чак и ако се прихвати тврдња да 46 евра (колико се процењује да ће пасти на сваког пореског обавезника приликом примене одредаба овог Закона) и није сума око које треба „дизати узбуну“, поставља се питање да ли ће оваква одлука надлежних органа отворити пут за бројне друге, сличне одлуке. Наиме, правна сигурност се заснива на томе да оно што је уговорено важи тј. обавезује, а да ће непоштовање истог бити санкционисано државним апаратима принуде. Какав утисак одаје то што се сама држава сада залаже за непоштовање уговора, претећи тим истим апаратима оној другој, савесној страни? Да ли то такође значи да се отвара могућност и за кориснике кредита индексираних у еврима, доларима, фунтама итд. да такође, уколико дође до ситуације да више не могу да носе њихове трошкове, захтевају од државе да их плати? Иако су све ове нелогичности видљиве још из првог читања текста Закона, одредба остаје непромењена.

Читајући даље, видимо да ће остатак трошкова сносити банке што нас одмах доводи до другог проблема за чије образлагање морамо да се позовемо на Билатералне инвестиционе споразуме (БИТ) које је Србија потписала са више страних земаља. Ваља прво напоменути да се према важећем Закону о страним улагањима много банака у Србији мора третирати као страни улагач, што је углавном случај и са банкама које су давале кредите у швајцарским францима.<sup>6</sup> Такође, морамо имати у виду и Правно схватање овог Закона од стране Врховног касационог суда.

Размотримо најпре следеће редове Билатералних споразума (Сви се закључују према истим обрасцима и са истом сврхом када је реч о привреди-Узајамно подстицање и заштита улагања, коју као да наше законодавно тело заборавља).

4 Вид. Фискални савет Републике Србије, Оцене и мишљења, Оцена Предлога закона о конверзији стамбених кредита индексираних у швајцарским францима

5 *Ibid.*

6 Закон о улагањима, *Службени гласник РС*, бр. 89/2015 и 95/2018

„(...)Улагања улагача сваке Стране Уговорнице ће, у свако време, на територији друге Стране Уговорнице, уживати правичан и равноправан третман и пуну заштиту и безбедност. Ниједна од Страна Уговорница неће неразумним или дискриминаторним мерама ометати улагача друге Стране Уговорнице у управљању, одржавању, коришћењу, уживању или располагању његовим улагањима на својој територији (...)”<sup>7</sup>

Прво питање које се поставља је шта су то „неразумне мере”? Да ли је неразумно оптеретити банке већинским трошковима и то тако што се валутна клаузула *ex post* оглашава ништавом? Ради адекватног одговора на ово питање па самим тим и исправно извођење закључка ваља размотрити прва два члана Правног схватања усвојеног на седници Грађанског одељења ВКС-а 2. априла 2019. године.

Наиме у члану 1 ВКС каже следеће: „Валутна клаузула се може правно ваљано уговорити у циљу очувања једнакости узајамних давања – тржишне вредности динарског износа пласираних и враћених кредитних средстава која се утврђује индексирањем курса евра.”<sup>8</sup>

Проблем који се овде јавља је тај што се потпуно арбитарно одређује сврха валутне клаузуле као инструмента очувања реалне вредности динарског износа кредитних средстава од умањења њихове вредности у односу на тржишни курс одређене стране валуте на дан плаћања.<sup>9</sup> То се чини погрешним тумачењем одредбе садржане у Закону о девизном пословању<sup>10</sup> која само указује на то да валутна клаузула представља уговарање обавезе у девизама (што је валута обавезе), а која је исплаћује у динарима (што је валута исплате). Са друге стране, Закон о облигационим односима<sup>11</sup> омогућује да се испуњење престације захтева у домаћој валути према курсу који важи

7 Нацрт споразума које Република Србија потписује са страним државама о узајамном подстицају и заштити улагања, преузет са сајта Министарства трговине, туризма и телекомуникација, <https://mtt.gov.rs/>, последњи приступ 06.12.2019.

8 Правно схватање „Пуноважност валутне клаузуле код уговора у кредиту у Швајцарским францима и конверзија”, <https://www.vk.sud.rs/>, последњи приступ 02.12.2019.

9 Борис Беговић, „Тријумф идеје над разумом: правно-економски коментар правног схватања Врховног касационог суда о пуноважности валутне клаузуле”, *Право и привреда*, број 4–6/2019, 430.

10 Закон о девизном пословању, *Службени Гласник РС*, бр. 62/2006, 31/2011, 119/2012, 139/2014 и 30/2018

11 Закон о облигационим односима, *Службени лист СФРЈ*, бр. 29/78, 39/85, 45/89 – одлука УСЈ и 57/89, „СЛ

у тренутку испуњења.<sup>12</sup> Ни из једне од ових одредаба не закључује се сврха валутне клаузуле од које Врховни касациони суд полази. Таква арбитарност у тумачењу одредаба недвосмислено доводи до поткопавања правне сигурности што никако не може да буде добро за земљу попут Србије, која тек почиње да гради свој правни систем.

То ипак није крај проблема. У члану 2 стоји следеће: „Ништава је одредба уговора о кредиту о индексирању динарског дуга применом курса CHF која није утемељена у поузданом писаном доказу да је банка пласирана динарска средства прибавила посредством сопственог задужења у тој валути и да је пре закључења уговора кориснику кредита доставља потпуну писану информацију о свим пословним ризицима и економско финансијским последицама које ће настати применом такве клаузуле.”

Прописани услови захтевају се кумулативно што значи да ће уговори у потпуности бити правно ваљани једино у случају да су оба у потпуности испуњена. При томе, јасно, терет доказивања испуњености ових услова пао је на банке.

Овде најпре ваља имати у виду то да не постоји нити један позитивни пропис у Србији које банке обавезује да у потпуности усклађују валутну структуру извора и пласмана (чему оне теже из других разлога попут умањења излагања валутном ризику) што значи да се ни у ком случају не може захтевати постојање такве усклађености у тренутку закључења уговора.<sup>13</sup> Даље, доношење једног оваквог прописа значи уједно и ретроактивност Закона која је у највећем броју случајева забрањена и то Уставом Републике Србије.<sup>14</sup> Закони не смеју да важе ретроактивно јер не можемо произвољно да оглашавамо одређена дела против-правним. То би водило превеликој самовољи законодавне власти и у великој мери утицало на правну сигурност једне државе. Како то да стручњаци из области права ово занемарују? Наравно, изузетак се дозвољава у случају „општег интереса”, с тим што треба водити рачуна о тумачењу значења тог појма.

Следећи кумулативно захтеван услов заснива се, према образложењу Правног схватања,

list SRJ”, бр. 31/93 и “СЛ. list SCG”, бр. 1/2003 – Уставна повеља

12 *Ibid.*

13 Борис Беговић, „Тријумф идеје над разумом: правно-економски коментар правног схватања Врховног касационог суда о пуноважности валутне клаузуле”, *Право и привреда*, број 4–6/2019, 430.

14 Устав Републике Србије, *Службени гласник РС*, чл. 197.

на општим правним принципима (попут савесности и поштења, забране стварања и искоришћавања монополског положаја, једнаке вредности узајамних давања итд.) Јасно, ови стандарди су прописани са разлогом и одступања од њих не смеју бити толерисана. Ипак, занемарује се до сада много пута образлагана теза. Наиме, људи (па тиме и банкари) су несавршена бића за која је „савршена информисаност“ само литературијски појам. То значи да све нас може да изненади „Црни лабуд“<sup>15</sup> појава коју и поред најбољих статистика нисмо могли да предвидимо. Да ли се из саме ниже каматне стопе која је одликовала кредите у „швајцарцима“ могло закључити да су ови кредити ризичнији од оних у еврима (према здравој логици да јефтиније значи и мањи квалитет)? Свакако да јесте, на шта је и указивано. Да ли су банкари могли да предвиде да ће вредност швајцарског франка готово да се удвостручи за две године? Тешко. Готово је немогуће емпиријски доказати да јесу. Узимајући основне истине о људима у обзир, тешко је закључити како ВКС долази до закључка да су „могли и морали“. Ако пођемо од супротног, онда можемо да кажемо да је CHF порастао након Светске економске кризе из 2008. године. Па пошто се тврди да су банкари тај пораст могли да предвиде, да ли то уједно води и тврдњи да се знало да ће наступити економска криза и да се поводом тога није урадило ништа? Тешко. На крају, ваља увидети да и ова одредба тежи ретроактивности.

Полазећи од тога да је готово немогуће да су ова два услова испуњена ни самостално, а готово без изузетка да не могу да буду испуњени кумулативно, морамо да поставимо питање чему се заправо тежи прописивањем таквих одредаба. Ту сада долазимо до образложења са почетка у вези тога зашто је Фискални савет у праву када упозорава на то да се ствара могућност да и дужници који иницијално нису обухваћени овим законом захтевају примену његових одредаба у сопственим, конкретним ситуацијама. Када се овако поставе услови за пуноважност валутне клаузуле, онда је неминовно доћи до закључка да није пуноважна нити једна клаузула из било ког уговора о кредиту. Сви корисници кредита индексираних у CHF, морали би, без изузетака, да имају право да се одредбе овог закона примене и над њима. Право на „једнообразан“ и „правичан“ третман. Трошак тога сносила би држава (порески обвезници) и банке. Међутим, уколико

и изузмемо новчане трошкове који ће се сносити, морамо да разумемо да трошак овакве арбитражности у погледу тога шта ће важити ретроактивно, сносимо сви заједно. Просто, кад се једном овако нешто дозволи, тешко је касније спречити да се понови. Иако наш правни систем није англосаксонски не можемо да не видимо да је принцип сличан – прошло је једном, проћи ће опет.

Вратимо се најпре нашем питању о „неразумним“ мерама. Да ли је све наведено у потпуности правно али и економски оправдано и разумно? Да ли једна држава у развоју која итекако зависи од финансијских посредника (банка) може себи да дозволи да буде тако „лош домаћин“? Евидентан одговор је – не, не сме (последнице ће се разматрати даље у тексту).

И додајмо, узимајући ову одредбу БИТ-а још једну ствар. Ови споразуми забрањују дискриминацију странака које их потписују. Сматрам да не захтева даље објашњење да норма на основу које банке сnose огромне трошкове иако су своје обавезе измириле према потписаним уговорима итекако јесте дискриминаторна мера према уговорној страни.

Још једна одредба БИТ-а битна је за разумевање ситуације која може да буде створена применом Закона о конверзији ЦХФ „(...) Улагања улагача било које Стране Уговорнице неће бити национализована, експроприсана, нити подвргнута другим мерама по дејству једнаким национализацији или експропријацији (у даљем тексту: експропријација) на територији друге стране уговорнице, осим када је законом или на основу закона друге стране уговорнице утврђен јавни интерес. Експропријација ће се вршити уз примену закона, на недискриминаторној основи, уз адекватну накнаду која ће се извршити без одлагања(...)“

Поставља се питање да ли овај Закон заправо садржи одредбу која ће дозволити експропријацију поседа које има банка као средства обезбеђења и то мимо услова који налаже правичну компензацију, према тржишним вредностима.

Уколико установимо да то јесте случај, ми заправо говоримо о два цела члана која теже потпуном поткопавању правне стабилности и не само то, већ онда постаје и очигледно да се, с обзиром на огромна кршења споразума, може очекивати да банке захтевају међународну арбитражу што би резултовало још већим ударом на српску привреду. Ипак, не можемо очекивати бољи третман од незадовољних „гостију“.

15 N.Taleb. *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*, Random House (U.S.) Allen Lane (U.K.), 2007.

### 3. Могуће економске последице по Републику Србију

Не треба бити економски стручњак да би се са сигурношћу тврдило да овакве одредбе једног Закона итекако могу да имају негативне економске последице по државу која их доноси и примењује. У следећим редовима образложићемо економске последице са које могу да наступе услед тога што ће трошкове дужника, како смо и навели, сносити они који то нису, као и услед „одговора“ банака на овакав правни третман.

Најпре, како је и образложено, евидентна је последица по државни буџет који ће бити умањен за 12 милијарди динара. То је сума која свакако има свој опортунитетни трошак (могла је бити утрошена и другачије). Ипак, то што се она неће употребити на неки други начин није најстрашније од свега. Итекако је лошије сада већ отворено питање тога да ли ће исти третман у будућности имати и други корисници кредита, који, како смо навели, имају кредите у неким другим, страним, валутама?

Уколико се исти третман не дозволи или се пак са друге стране не дозволи онима који су своје кредите у CHF већ исплатили да добију адекватну компензацију, ми имамо изгласан Закон који дозвољава дискриминацију. Уколико се пак дозволи, то ће нас тек довести до проблема. Како ће то утицати на банке, али и друге привредне субјекте који послују, односно желе да послују на територији Републике Србије?. Да би смо ово образложили на адекватан начин, размотрићемо ситуацију која је настала у Хрватској.

Разлог из кога се осврћемо на решења других држава које су имале отворено питање кредита у швајцарским францима јесте упоређивање законских „правила игре“ која у њима постоје ради лакшег указивања на добре, али и лоше стране Закона о конверзији који је усвојен у Србији као и због утврђивања последица до које услед његове примене могу наступити.

### 4. Хрватска

Ово упоређивање са вршимо због сличности која се огледа најпре у законским одредбама које постоје у Хрватској и у Србији, затим у готово истоветним банкама које послују на територијама ових двеју држава и на крају на основу истих таквих билатералних споразума које су закључивале ове државе.

Напоменимо само да се на почетку дискутовања о питању кредита у швајцарским францима у Хрватској није ни говорило о ништавости валутних клаузула тј. њиховој недопуштености (одакле се у Републици Србији готово и кренуло) већ да је спорно било то да ли су банке, свесне ризика којем би се потрошачи ових кредита изложили, на адекватан начин њих обавестиле о могућим последицама.<sup>16</sup>

Врло брзо након оваквог рационалног става, он се мења чиме долазимо и до могућности да две посматране државе упоређујемо. Закон о потрошачким кредитима<sup>17</sup> из 2015. године налаже да се изврши принудна конверзија кредита у швајцарским францима у евре чега ће, трошкове наравно сносити банке, уз могућност пореских олакшица (слично као и у Србији). Ово решење образлаже се тиме да су банке некоректно пословале, јер је, како се наводи, утврђено да оне ипак потрошаче кредита нису на адекватан начин обавестиле о потенцијалним ризицима. Подсетимо само на то да, као и код нас, у тренутку издавања оваквих кредита од стране банака нити један пропис није прописивао начин на који би се постигао захтевани степен информисаности. Као и код нас, овај Закон важио је ретроактивно.

С обзиром на то да право никада не можемо да посматрамо у потпуности одвојено од осталих сфера унутар једне државе (оно увек мора да прати време у којем важи) мора се имати у виду још једна сличност Хрватске са Србијом. И у једној и у другој држави политичка клима у тренутку предлагања оваквих решења тешког питања швајцарских франана била је јако заоштрена.<sup>18</sup> Бројни хрватски медији су потпуно објективно, хвалећи заправо овај Закон указале на то да постоји и политичко образложење за његово доношење, а то су политички избори који су одржани недуго након тога. Истичем медији из разлога што то указује на чињеницу лако доступну, али и разумљиву осталим грађанима. С обзиром да смо свесни времена у коме живимо, неизоставно је приметити да су тренутна политичка дешавања у Србији изузетно повољна за доношење оваквих закона. Чини се из свега наведеног да право прати

16 Никола Илић, „Кредити индексирани швајцарским францима и инвестициона арбитража: случај Републике Србије”, *Право и привреда*, број 4–6/2019, 505.

17 Закон о потрошачком кредитирању, *Народне новине*, бр. 75/09, 112/12, 143/13, 147/13, 09/15, 78/15, 102/15, 52/16. Измењени текст закона је на снази од 30.09.2015.

18 Н. Илић, „Кредити индексирани швајцарским францима и инвестициона арбитража: случај Републике Србије”, *Право и привреда*, број 4–6/2019, 505.

време у коме постоји, али да је ипак највише окренуто политичкој сцени тог времена.

Ипак, окренимо се ми праву. Наведене одредбе примењене према пословним банкама које послују на територији Хрватске довеле су до тога да те банке покрену међународне арбитражне спорове. Европска Централна Банка стала је неким својим закључцима на страни банака, конкретно највише због ретроактивности као и на поткопавање правне сигурности која проистиче из тога.<sup>19</sup>

Ово је јако битно из угла Србије, јер како смо више пута напоменули, норме нашег позитивног законодавства и оног у Хрватској врло су сличне. То јасно указује на чињеницу да ће и банке са пословницама на нашој територији врло вероватно покренути исте овакве спорове, што доводи до јако лоших последица по Србију.

Прва таква последица наступила би уколико банке добију спор а одлука арбитражног суда је, свакако обавезујућа. Углавном одлуке јесу такве да се страни која спор добије надокнади штета, али и измакла добит. Прерачунајмо то сада, уколико банке сносе штету од 130 милиона евра како се процењује да ће бити случај, јасно је да накнада штете са измаклом добити значи врло велики износ. Е сада поставимо питање, како ће такав ударац на буџет државе као што је Србија утицати на њену привреду односно привредни раст? За одговор опет не треба бити стручан. Лоше.

Следећи проблем до кога можемо доћи јесте да се наши незадовољни „гости“ одлуче да ипак гостопримство потраже негде другде. Повлачење банака са нашег тржишта био би други, огроман ударац на привредни раст. Иако врло често можемо да чујемо да су банке „зеленаши“ „лопови“ итд. Тешко да било ко може да тврди да банке својим радом не доприносе развоју привреде. Односно, исправимо се, може се тврдити, не може се аргументовати. Замислите државу у 21. веку која се развија без финансијских институција. Не иде, зар не?

На крају ваља напоменути, ако растерамо једне госте, неминовно ће се прочути вест о томе па ће нам већ наредни тешко доћи. При томе, ово се не односи само на банке. Чини се да је непотребно у детаље образлагати шта би тек значило за економију још увек неразвијене земље да страни улагачи сада крену да је заобилазе. Као што се каже да „човек не може сам

да живи“ логично је да држава, нарочито мала држава као што је Србија не може без сарадње са свим наведеним правним субјектима да се развија.

## 5. Закључак

Не доводећи у питање то да раст курса CHF свакако јесте утицао негативно на дужнике задужене у овој валути, ми као правници/будући правници морамо да водимо рачуна о слову важећих закона и других правних прописа. Недвосмислено, након изведених чињеница можемо закључити да ће овај Закон о конверзији кредита у швајцарским францима потенцијално довести до много већих проблема но што ће проблеме решити. Међутим, највећа забринутост ипак произилази из начина на који је овај Закон донет, односно из догађаја који су томе претходили. Овакво доношење прописа јесте велики корак уназад за једну демократску државу у развоју. Ако наставимо истим путем, питање неће бити ко ће чија дуговања отплаћивати. Питање ће бити да ли ми јесмо демократска држава у којој постоји владавина права или смо држава у којој постоји само владавина.

*Теодора Пустућ*

## LAW ON CONVERSION OF HOUSING LOANS IN SWISS FRANCS: A COMMENT

### Summary

*This article considers lex specialis introduced on conversion of loans in Swiss francs, aimed at resolving the decades-long problems arising from the rapid growth of the Swiss franc after the global economic crisis in 2008. Here are those provisions of law which are, or may be controversial from the perspective of legal certainty, of course, from subjective perception of the author, compared with standard solutions of those countries that have also had to deal with this issue. We deal with potential economic consequences for the Republic of Serbia and in the end the question of initiating international arbitration, by those business entities that will be affected with this law.*

Keywords: *lex specialis, conversion, legal security, economic consequences, international arbitration*

<sup>19</sup> Мишљење ЕЦБ од 18. септембра 2015. године, CON/2015/32, пара 3.2.2.

