

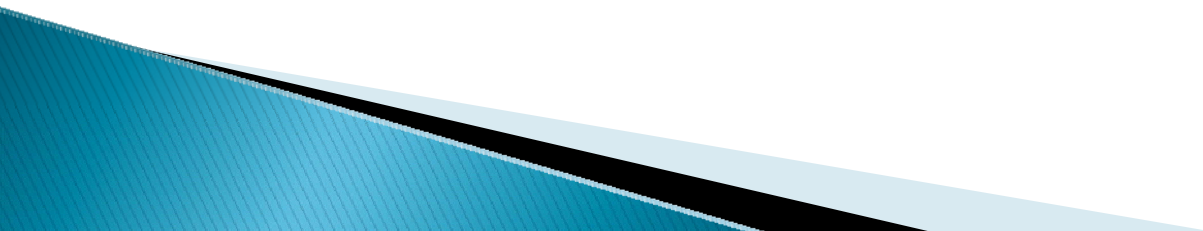
Miroljub Labus

**Svojina
i
korporativno upravljanje**

Pravni fakultet u Beogradu

7. Februar 2009.g.

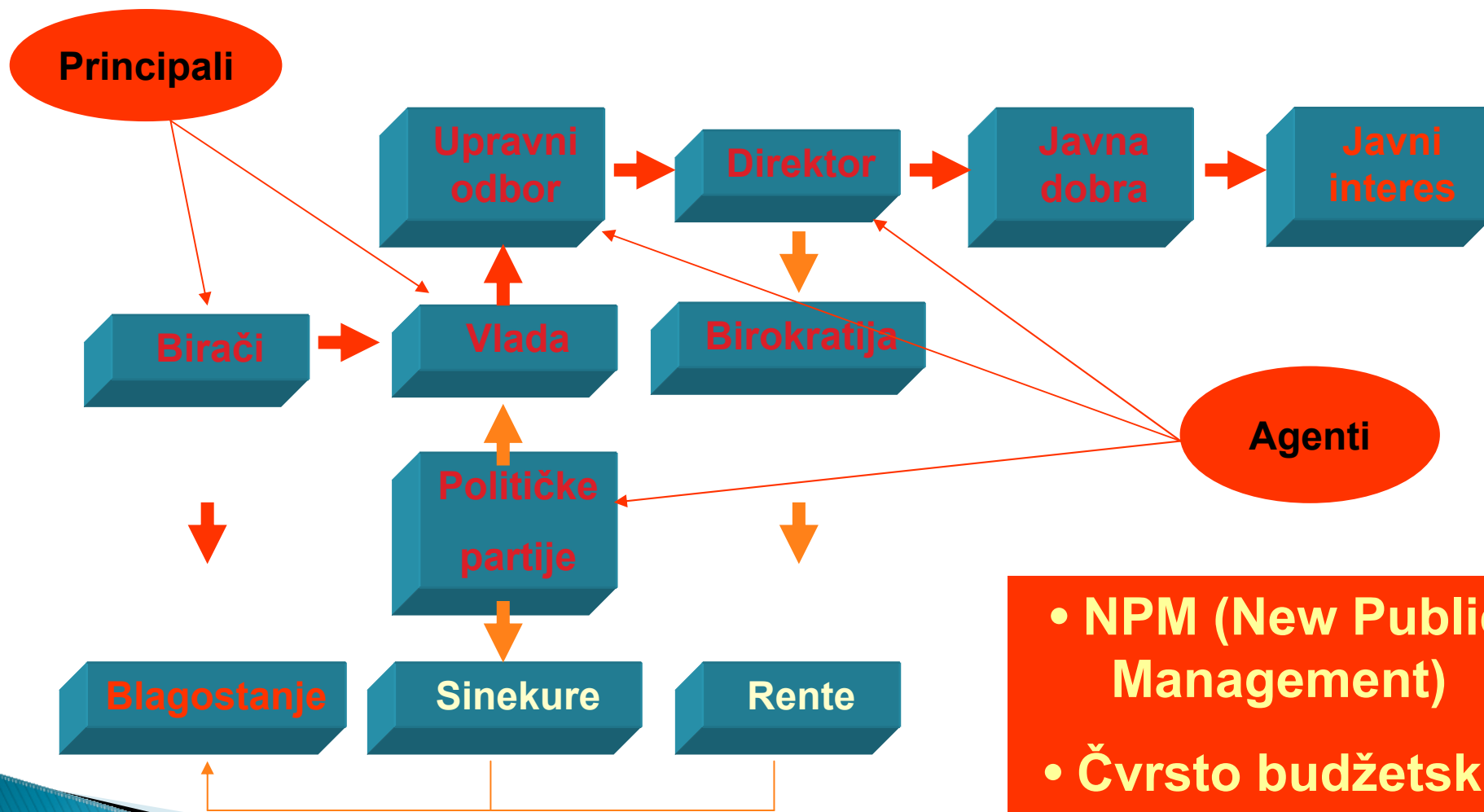


- **Odnos principala i agenta**
 - Modeli rešavanja pitanja odnosa principala i agenta
 - Koncentracija vlasništva i privatizacija
 - Beogradska berza i diverzifikacija vlasništva
 - Ponuda za preuzimanje
 - Zaštita malih akcionara
 - Menadžerski ugovori i sastav upravnih odbora
- 

Odnos principala i agenta

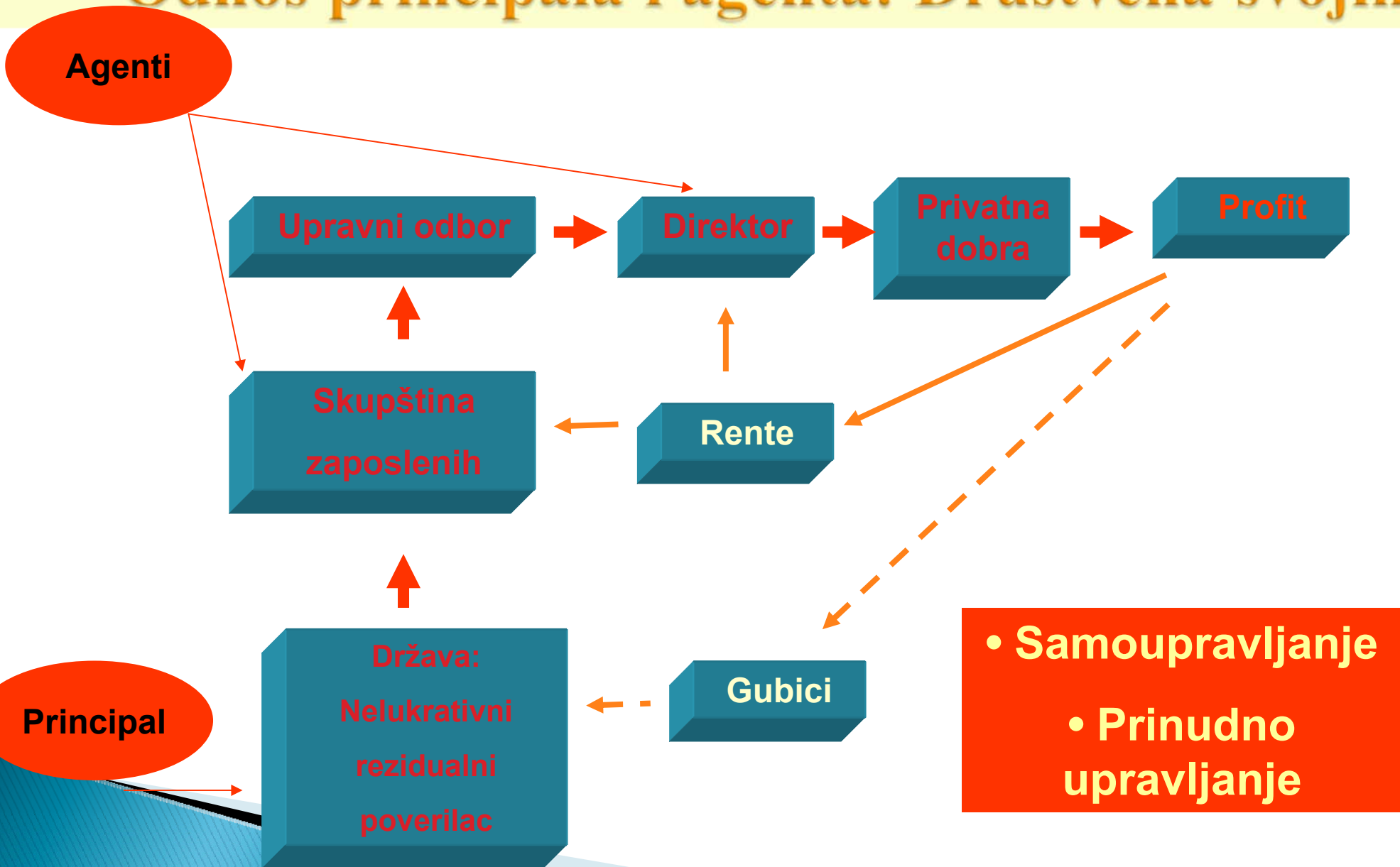
- **Razdvajanje svojine od upravljanja**
- **Agent (punomoćnik)**
 - Radi u ime i za račun principala (vlastodavca)
 - Dobija naknadu za svoj rad (rezultate rada)
- **Principal**
 - Daje ovlaštenje agentu
 - Kontrolira (nadgleda) rad agenta
- **Problemi vezani za rizik**
- **Rizik principala**
 - Kontrola nikada nije savršena zbog nedostatka ili kašnjenja informacija
 - Agent može da radi u svom sopstvenom interesu, a ne u interesu principala
- **Rizik agenta**
 - Može da izgubio posao
 - Nekada se moraju donositi dugoročne odluke koje nemaju odmah pozitivan efekat

Odnos principala i agenta: Državna svojina



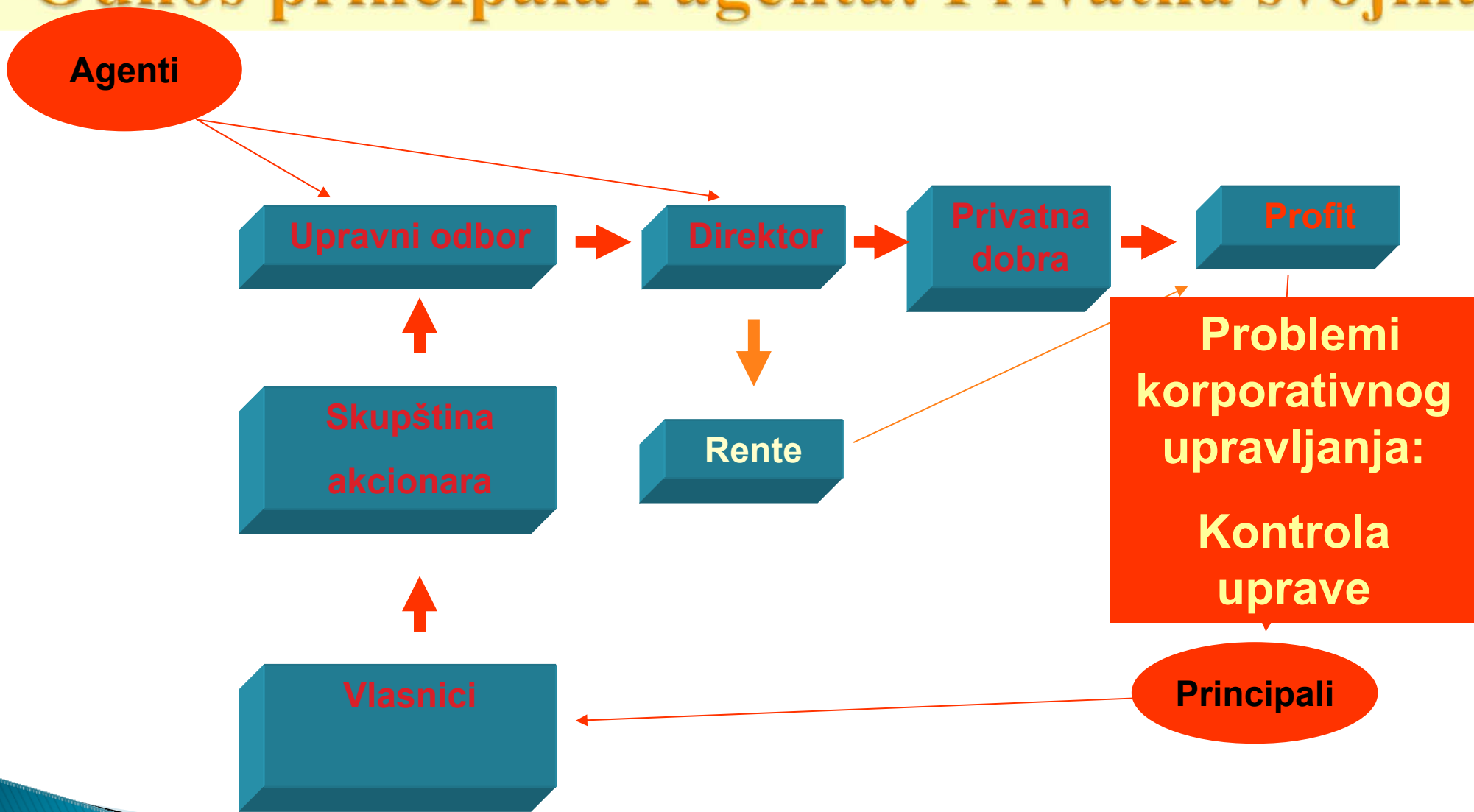
- NPM (New Public Management)
- Čvrsto budžetsko ograničenje

Odnos principala i agenta: Društvena svojina

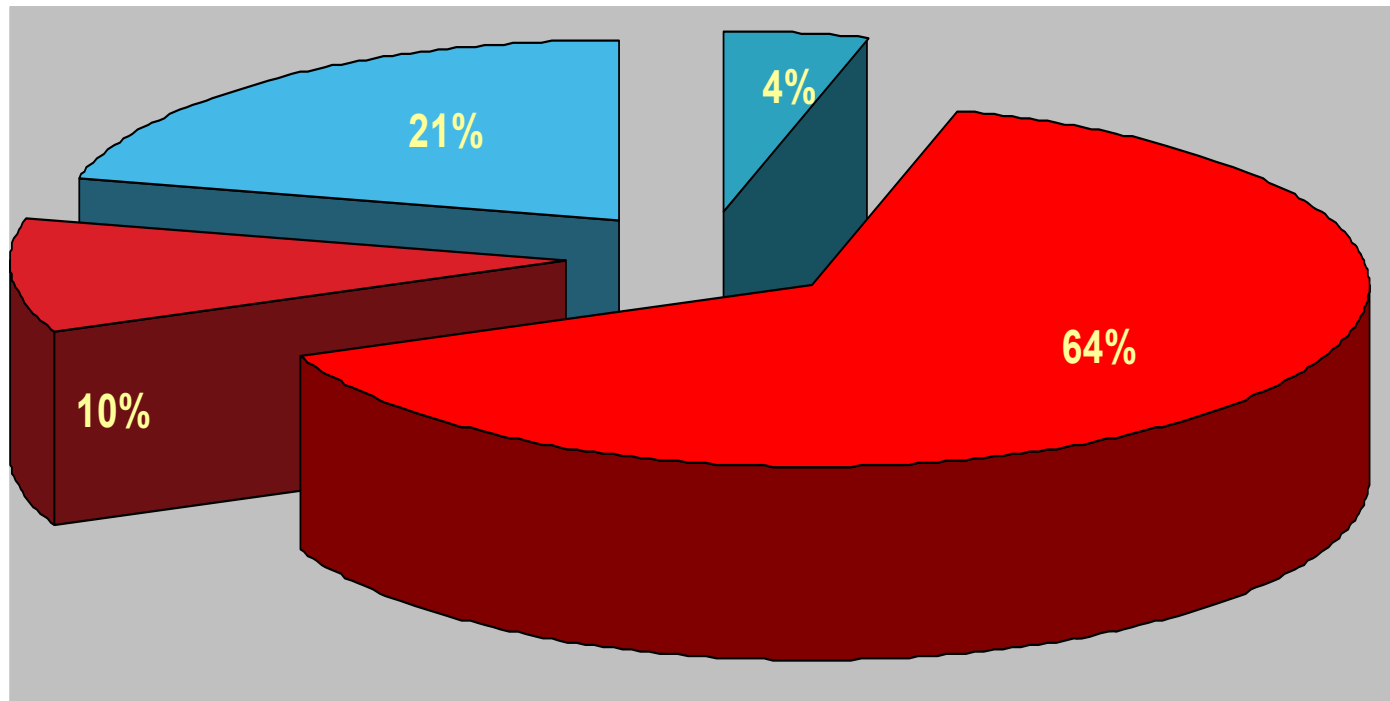


- Samoupravljanje
- Prinudno upravljanje

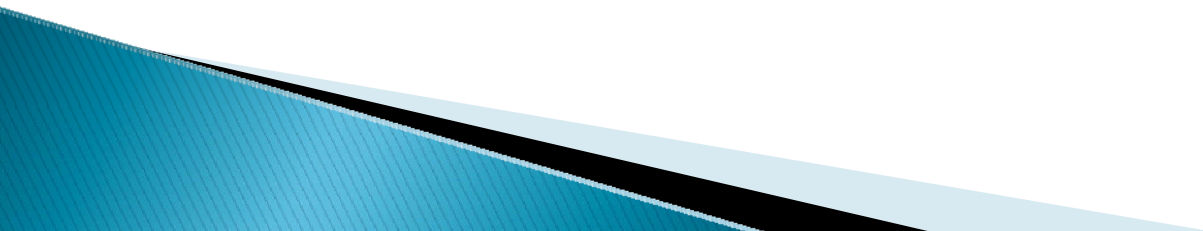
Odnos principala i agenta: Privatna svojina



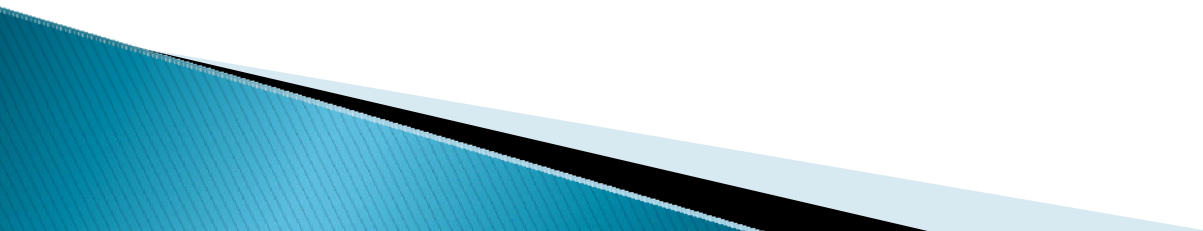
Vlasnička struktura BDP-a u Srbiji 2006



■ Drustvena ■ Privatna ■ Mesovita ■ Drzavna

- Odnos principala i agenta
 - **Modeli rešavanja pitanja odnosa principala i agenta kod privatne svojine**
 - Koncentracija vlasništva i privatizacija
 - Beogradska berza i diverzifikacija vlasništva
 - Ponuda za preuzimanje
 - Zaštita malih akcionara
 - Menadžerski ugovori i sastav upravnih odbora
- 

1. **Koncentracija vlasništva**
 - Pojednostavljuje odlučivanju u skupštini akcionara
 - Sputava berzu i finansijske investitore
 - Otvara pitanje zaštite malih akcionara
2. **Berzanske transakcije**
3. **Preuzimanje firme preko ponude za preuzimanje**
4. **Personalna unija vlasnika i uprave firmi**
 - Smanjuje nelojalnost uprave
 - Povećava neprofesionalnost uprave
5. **Menadžerski ugovori**
 - Kaknada za slučaj otpuštanja
 - Plata prema rezultatima rada
 - Dugoročni ugovori
6. **Sastav upravnog odbora**

- Odnos principala i agenta
 - Modeli rešavanja pitanja odnosa principala i agenta kod privatne svojine
 - **Koncentracija vlasništva i privatizacija**
 - Beogradska berza i diverzifikacija vlasništva
 - Ponuda za preuzimanje
 - Zaštita malih akcionara
 - Menadžerski ugovori i sastav upravnih odbora
- 

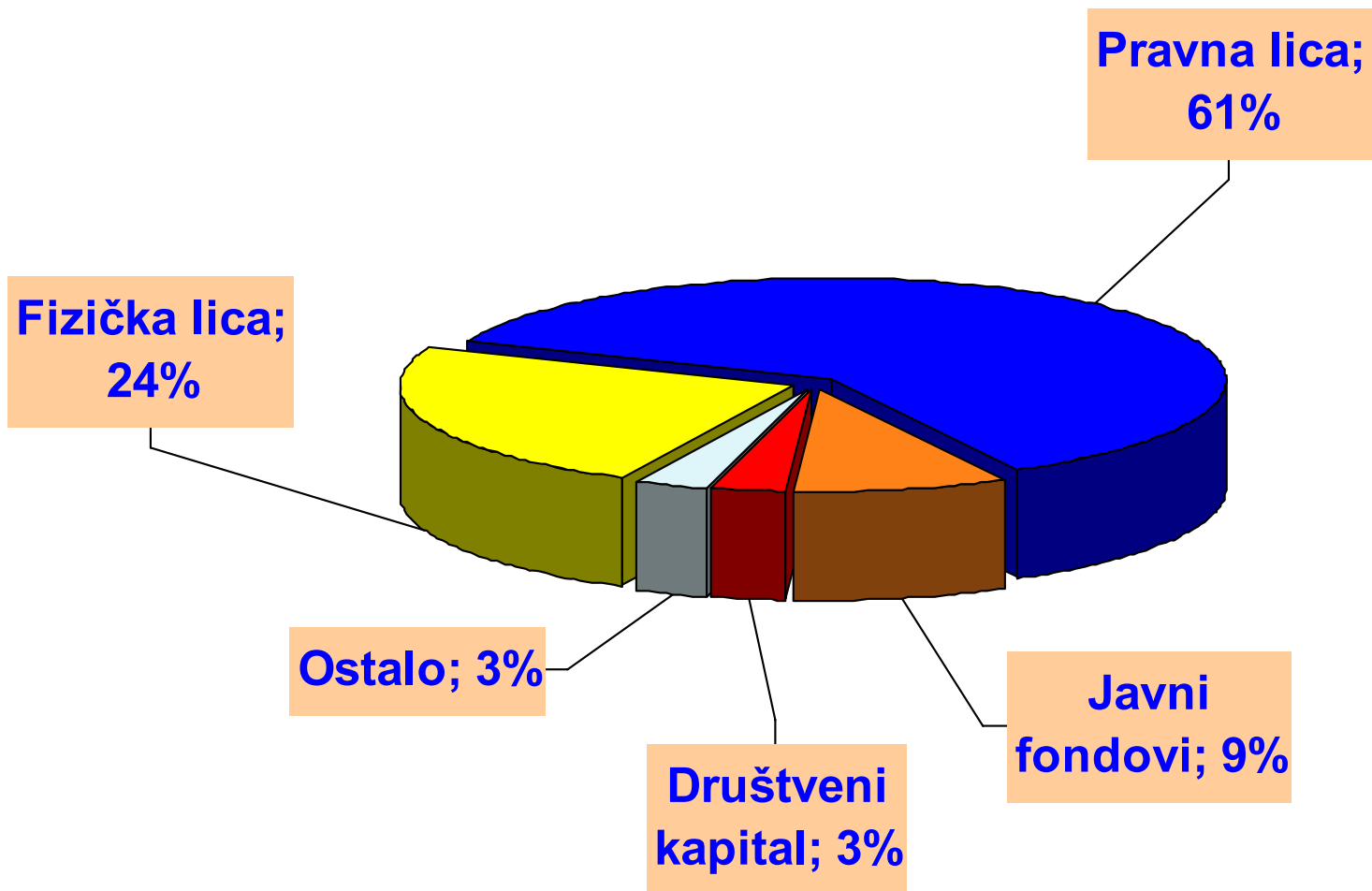
Privatizacija: Tri modela

	Naknada		Kupci		Predmet		Obavez- nost		Prihodi	
	Da	Ne	Inves- titori	Zapos- leni	Akcije	Firma	Da	Ne	Inter- no	Ekster- no
	Tržišna	Popust								
Prodaja sa diskontom	✓			✓	✓			✓	✓	✓
Besplatna podela		✓		✓	✓			✓		
Prodaja	✓		✓		✓	✓	✓			✓

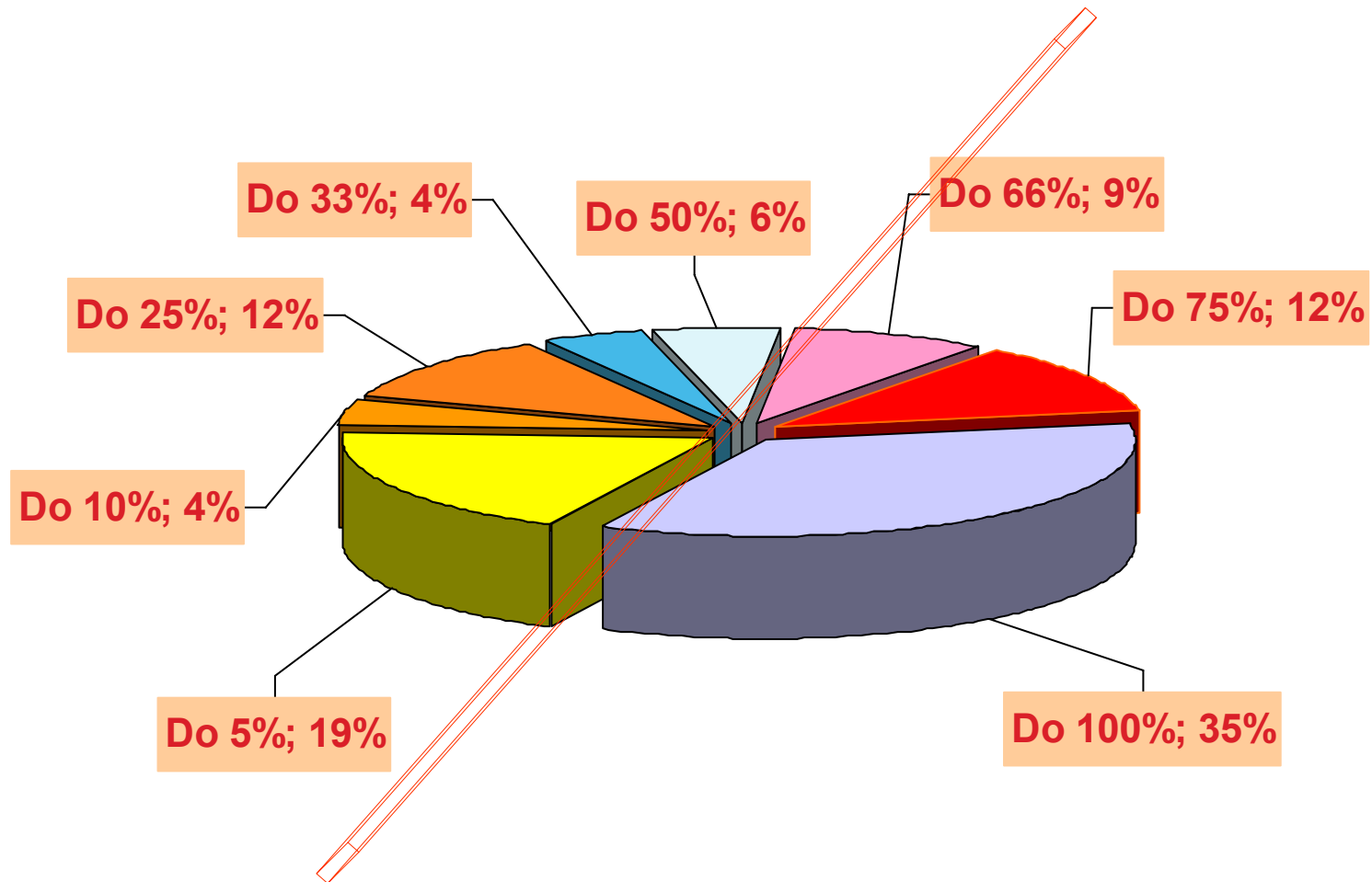
Formiranje novih vlasnika

Modeli privatizacije	Dominantni vlasnici	Korisnici	Rezidualni vlasnici
Prodaja uz diskont	Zaposleni u preduzeću	Penzioni fond Fond za zapošljavanje Fond za razvoj Društvena svojina	Društvena svojina Privatizacioni fond
Besplatna podela	Zaposleni u državnom ili društvenom sektoru	Penzioni fond Fond za razvoj Fond za zapošljavanje Državni budžet	Akcijski fond
Prodaja	Investitori	Državni budžet	Svi građani

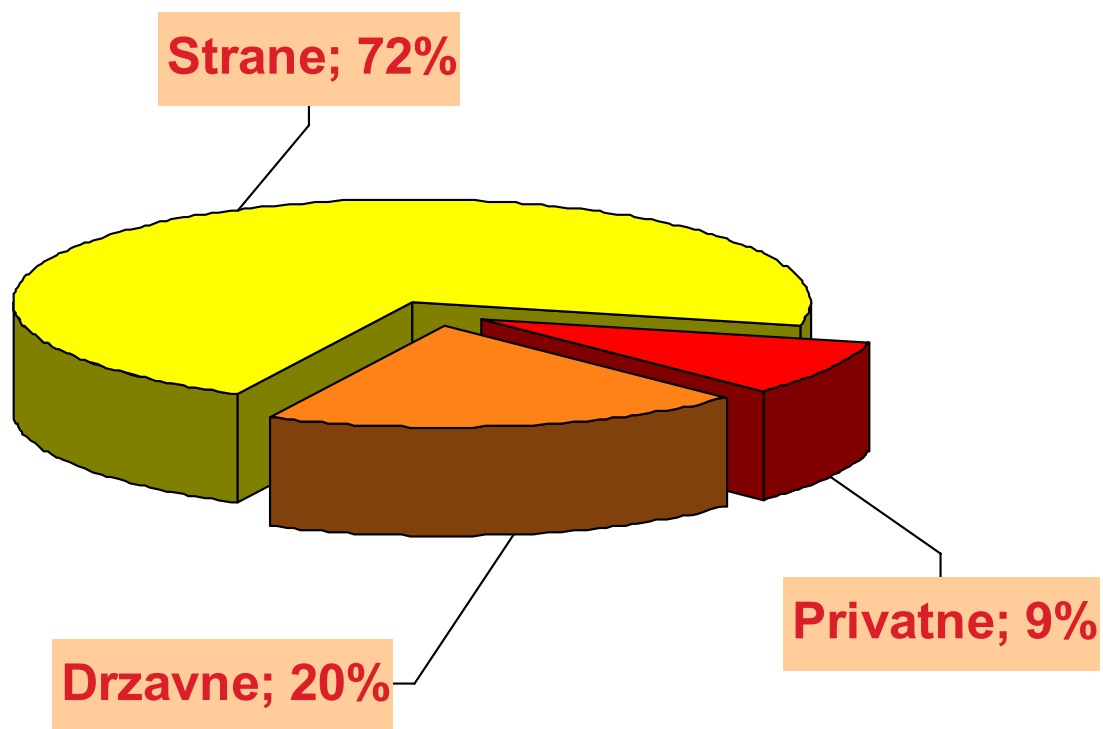
Bipolarna struktura vlasnika preduzeća



Bipolarna struktura akcionarskog kapitala



Vlasnička struktura banaka

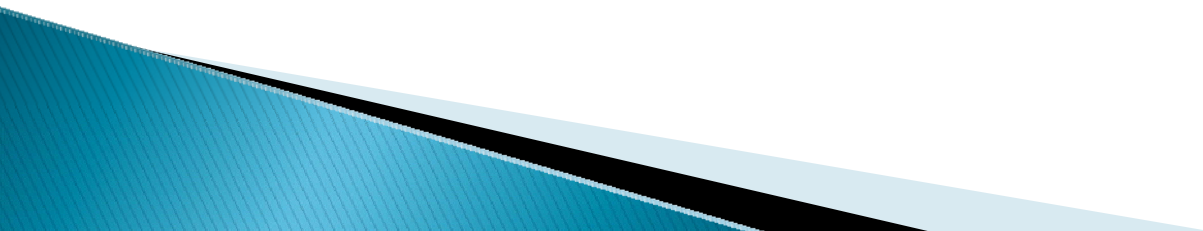


Faktori koncentracije

- **Svojina državnih organa ne utiče na koncentraciju akcionarskog vlasništva**
- **Državni fondovi jasno podržavaju malu koncentraciju, a destimulišu veliku koncentraciju**
- **Rezervisana društvena svojina i svojina fizičkih lica podržavaju malu koncentraciju, ali je njihov uticaj na veliku koncentraciju neodređen**
- **Privatna svojina pravnih lica ne podržava malu koncentraciju i veoma favorizuje veliku koncentraciju**
- **Konzorcijumi također ne podržavaju malu koncentraciju, ali je njihov uticaj na veću koncentraciju protivrečan**

Novi i stari problemi

- Privatizacija u Srbiji je pomogla da se reši problem vlasničke kontrole nad preduzećima, ali je visoka koncentracija svojine stvorila nove probleme
- Visoka koncentracija akcionarske svojine i skromna zaštita manjinskih akcionara su ogromne prepreke za razvoj korporativnog sektora na bazi ulaganja finansijskih investitora
- Berza traži disperziju vlasništva
- Samo tri kompanije na listingu Beogradske berze

- Odnos principala i agenta
 - Modeli rešavanja pitanja odnosa principala i agenta kod privatne svojine
 - Koncentracija vlasništva i privatizacija
 - **Beogradska berza i diverzifikacija vlasništva**
 - Ponuda za preuzimanje
 - Zaštita malih akcionara
 - Menadžerski ugovori i sastav upravnih odbora
- 

Beogradska berza: Uslovi za listing

Potrebni uslovi

A

B

Minimalan iznos kapitala

10 miliona evra

4 miliona evra

Trajanje kompanije

36 meseci

Revizija finansijskih
izveštaja

MRS (IAS) sa pozitivnim mišljenjem

Distribucija akcionarskog
kapitala

- da je najmanje 25%
akcijskog kapitala u
vlasništvu manjinskih
akcionara ili
- 5 miliona evra u
vlasništvu najmanje 250
akcionara ili
- minimum 500
akcionara

- da je najmanje 25%
akcijskog kapitala u
vlasništvu manjinskih
akcionara ili
- 2 miliona evra u
vlasništvu najmanje 100
akcionara ili
- minimum 500 akcionara

Isplata dividendi po
prioritetnim akcijama

Najmanje u visini koja je definisana odlukom

Beogradska berza: BELEXline

BELEXline



Akcije Energoprojekta



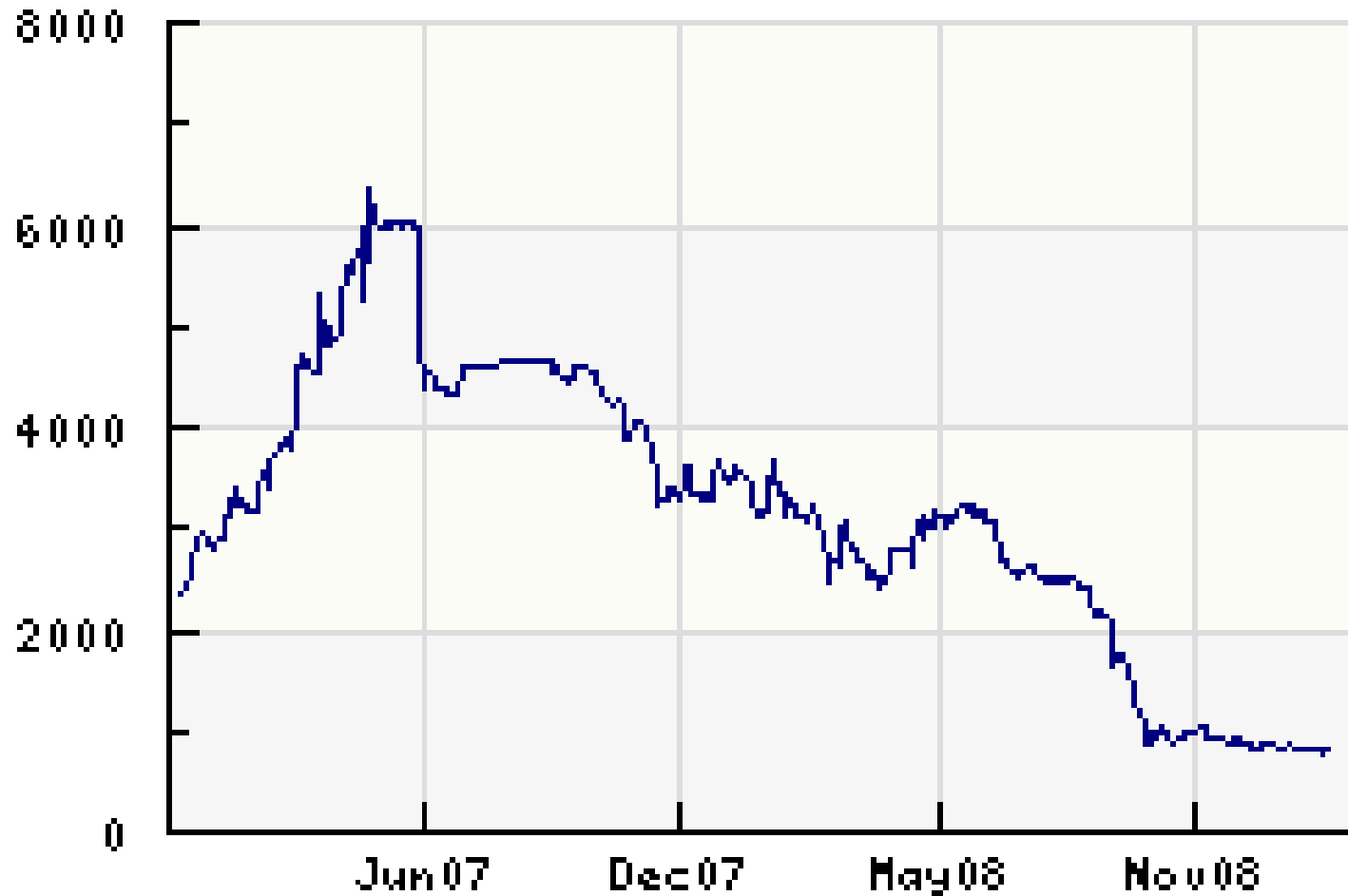
Akcije Tigra

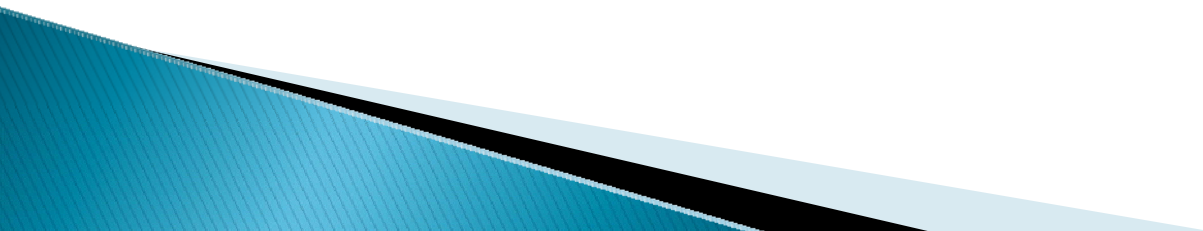
TIGR (cena)



Akcije Soja protein

SJPT (cena)



- Odnos principala i agenta
 - Modeli rešavanja pitanja odnosa principala i agenta kod privatne svojine
 - Koncentracija vlasništva i privatizacija
 - Beogradska berza i diverzifikacija vlasništva
 - **Ponuda za preuzimanje**
 - Zaštita malih akcionara
 - Menadžerski ugovori i sastav upravnih odbora
- 

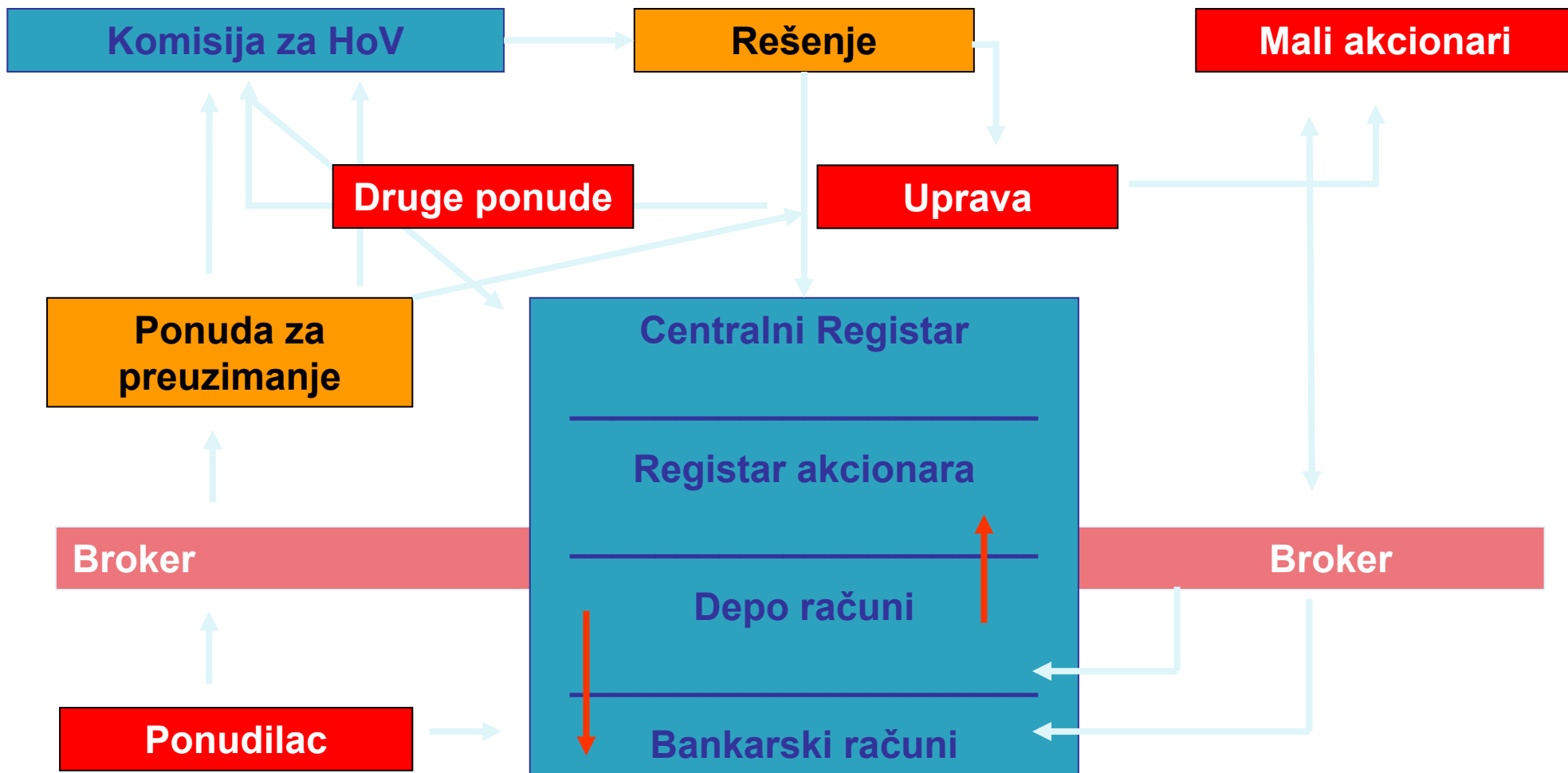
Uloga preuzimanja

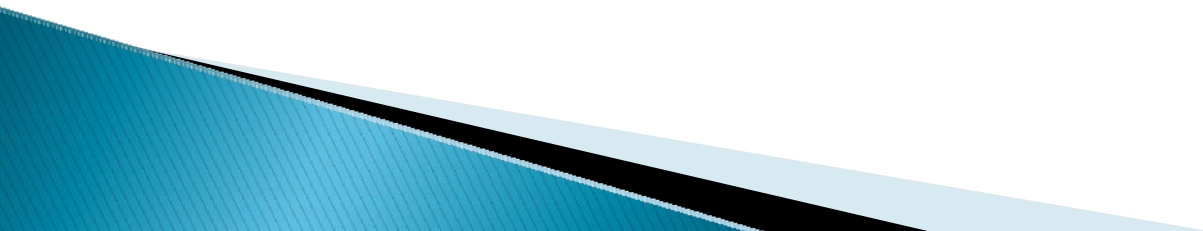
- ▶ **Nije bilo preuzimanja pre 2004**
- ▶ **To je značajan vid privlačenja stranih investicija**
 - **Ukupna vrednost preuzimanja u 2005/06 godini veća od ukupnog prometa hartija od vrednosti na Belex-u**
- ▶ **Privatizacija banaka od strane stranih investitora najčešće preko prijateljskog preuzimanja**
- ▶ **Neprijateljska preuzimanja u mnogim slučajevima gde se privatizacija odvija i kroz kupovinu akcija malih akcionara**
- ▶ **Preuzimanje je dugo bilo zamena za berzansku trgovinu akcijama**
 - **Medjutim od juna 2006 preuzimanje je dozvoljeno samo ako se prethodno akcije kotiraju na berzi (tri meseca)**
 - **Ako je pre juna 2006 godine neko kupio najmanje 25% akcija neke kompanije, može da nastavi sa preuzimanje i čak ako se te akcije ne kotiraju na berzi**
- ▶ **Sa preuzimanje značajno je unapredjeno korporativno upravljanje u privatizovanim firmama**

Slabosti zakonodavstva

- ▶ **Država kao manjinski akcionar imala je akcije bez prava glasa niti je imala svog predstavnika u upravnom odboru**
- ▶ **Na osnovu nenominiranog društvenog kapitala zaposleni su imali svoje predstavnike u skupštini akcionara**
- ▶ **Zaposleni su sa direktorima često pravili “neprincipijelne” koalicije**
- ▶ **Generalni direktor je imao pravo da potpiše prospekt da bi se akcije registrovale u Centralnom registru, bez sankcija ako to ne učini u predviđenom roku**
- ▶ **Novi zakon o preuzimanju iz juna 2006 je otklonio ove nepravilnosti preuzete iz starog zakona o hartijama od vrednosti**

Procedura kod ponude za preuzimanje



- Odnos principala i agenta
 - Modeli rešavanja pitanja odnosa principala i agenta kod privatne svojine
 - Koncentracija vlasništva i privatizacija
 - Beogradska berza i diverzifikacija vlasništva
 - Ponuda za preuzimanje
 - **Zaštita malih akcionara**
 - **Menadžerski ugovori i sastav upravnih odbora**
- 

Mali akcionari su ovlašćeni da...

- **Predlože sazivanje vanredne skupštine akcionara ako**
 - Imaju najmanje 10% glasova
 - Upravni odbor mora u roku od dve nedelje da prihvati ili odbije predlog
 - Ako je odluka negativna, mali akcionari imaju pravo na tužbu sudu
 - Sudska odluka u vanparničnom postupku je konačna
- **Da predlože najviše dve tačke za skupštinu akcionara**
 - Ako imaju 10% glasova
 - Imaju pravo na tužbu sudu ako upravni odbor odbije njihov predlog
- **Mogu da traže sudsku odluku kojom se poništava odluka skupštine akcionara ako je nezakonita**
- **U postupku preuzimanja, kada je kupac kupio 95% akcija, imaju pravo da prodaju svoj preostali deo po istim uslovima**
- **Kao i svi akcionari imaju pravo na obaveštavanje o finansijskim i poslovnim izveštajima i izveštajima revizora**

Menadžerski ugovori

- **Jedan deo predstavlja osnovnu platu**
- **Drugi deo čine naknade vezane za uspeh u poslovanju**
- **Postoji mogućnost da dobiju opcije na akcije preduzeća**
- **Pravo na otpremninu u slučaju da je ranije raskinut radni odnos**
- **Druge pogodnosti**

Po pravilu

- **Direktori imaju devet do deset puta veću platu u odnosu na prosečnu platu u preduzeću**
- **Plata je diskreciona odluka upravnog odbora**
- **Za sada nisu u većoj primeni opcije**
- **Otpremnina iznosi između jedne i dve godišnje plate**
- **Druge pogodnosti (otkup poslovnog automobila ili stana)**

Sastav upravnih odbora

- ▶ **Zatvorena akcionarska društva imaju upravni odbor ili direktora**
- ▶ **Otvorena akcionarska društva imaju upravni odbor**
- ▶ **Predsednik upravnog odbora je ujedno i direktor**
 - **Kod banaka predsednik izvršnog odbora je ujedno i direktor**
- ▶ **Broj članova upravnog odbora kod otvorenih akcionarskih društava između 3 i 15**
 - **Kod banaka: minimum 3**
- ▶ **Broj članova upravnog odbora određuje se osnivačkim aktom**
- ▶ **Nezavisni članovi upravnog odbora kod kotiranih otvorenih akcionarskih društava**
 - **Najmanje 2**
- ▶ **Članove upravnog odbora predlažu članovi upravnog odbora, akcionari ili komisija za imenovanje upravnog odbora**
- ▶ **Kod banaka svi članovi upravnog odbora moraju biti "fit and proper" i imati saglasnost Narodne banke Srbije**
 - **Najmanje 3 moraju biti profesionalci**
 - **Najmanje 1 mora da zna srpski jezik**

Sastav upravnih odbora

	Upravni odbor	Procenat	Izvršni odbor	Procenat
Banke				
Prosečno članstvo	6		3.3	
Broj nezavisnih članova	2.2	36%		
Stranci	2.5	41%	0.8	24%
Preduzeća				
Prosečno članstvo	4.6			